

Monetarna politika vođena od strane HNB-a u razdoblju od 2006. do danas

Prgomet, Anđela

Undergraduate thesis / Završni rad

2015

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Pula / Sveučilište Jurja Dobrile u Puli**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:137:961827>

Rights / Prava: [In copyright](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2020-10-24**



Repository / Repozitorij:

[Digital Repository Juraj Dobrila University of Pula](#)



Sveučilište Jurja Dobrile u Puli
Fakultet ekonomije i turizma
"Dr. Mijo Mirković"

Anđela Prgomet

"Monetarna politika vođena od strane HNB-a u razdoblju od 2006. godine do danas"

Završni rad

Pula, 2015.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli
Fakultet ekonomije i turizma
"Dr. Mijo Mirković"

Anđela Prgomet

"Monetarna politika vođena od strane HNB-a u razdoblju od 2006. godine do danas"

Završni rad

Matični broj: 2847-E , redoviti student
Studijski smjer: Financijski management

Predmet: Makroekonomija
Mentor: izv. prof dr.sc. Alen Belullo

Pula, svibanj 2015.

Contents

UVOD	5
1. OPĆENITO O MONETARNOJ POLITICI	6
1.2. Ciljevi monetarne politike	7
1.3. Strategije provođenja monetarne politike	8
2. INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE	10
2.1. Tradicionalni instrumenti monetarne politike	10
2.1.1. Diskontna politika	10
2.1.2. Politika otvorenog tržišta	13
2.1.3. Politika obveznih rezervi	16
2.1.4. Selektivna kreditna politika	17
2.2. Instrumenti i mjere monetarne politike Hrvatske narodne banke	18
2.2.1. Operacije na otvorenom tržištu	18
2.2.2. Stalno raspoložive mogućnosti	21
2.2.3. Obvezna pričuva	22
2.2.4. Devizne aukcije	24
2.2.5. Minimalno potrebna devizna potraživanja	24
3. <i>MONETARNA POLITIKA VOĐENA OD STRANE HNB-A U RAZDOBLJU OD 2006. GODINE DO DANAS</i>	26
3.1. Operacije na otvorenom tržištu	28
3.1.1. Redovite operacije	30
3.1.2. Operacije fine prilagodbe	32
3.1.3. Strukturne operacije	32
3.2. Stalno raspoložive mogućnosti	32
3.2.1. Lombardni krediti	32
3.2.2. Novčani depozit	34
3.3. Obvezna pričuva	35
3.3.1. Kunski i devizni dio obvezne pričuve	36
3.3.2. Mjere za ograničenje rasta inozemnog zaduživanja	37
3.3.3. Upis obveznih blagajničkih zapisa	38
3.4. Ostali instrumenti	39
3.4.1. Minimalno potrebna devizna potraživanja	39
3.4.2. Blagajnički zapisi HNB-a u kunama	40

3.4.3. Kratkoročni krediti za likvidnost	40
3.4.4. Unutardnevni kredit	40
4. ZAKLJUČAK	42
5. LITERATURA	45

UVOD

Središnje banke teže ka ostvarivanju određenih ciljeva, međutim, one ne mogu direktno na njih djelovati. Stoga koriste različite instrumente monetarne politike kojima usmjeravaju kretanje varijabli u željenom smjeru kako bi mogle indirektno djelovati na visinu kreditnog potencijala banaka te uopće na likvidnost novčanog sustava. Stoga, možemo reći kako instrumenti monetarne politike predstavljaju "alat" kojim se središnje banke služe u ostvarivanju postavljenih ciljeva.

U ovom radu obrađuju se ciljevi monetarne politike i instrumenti kojima se monetarna vlast u Republici Hrvatskoj služi za ostvarenje tih ciljeva. Osnovni cilj ovog rada je detaljno prezentirati instrumente koje koristi HNB te analizirati njihovu primjenu i učinkovitost tijekom godina.

U prvom poglavlju rada govorit ćemo općenito o monetarnoj politici, o ciljevima i strategiji monetarne politike. Potencijalni ciljevi monetarne politike mogu biti; visoka zaposlenost, ekonomski rast, stabilnost cijena, stabilnost kamatnjaka, stabilnost financijskih tržišta stabilnost financijskih tržišta i stabilnost na deviznom tržištu. Zatim, kod strategije vođenja monetarne politike objasniti ćemo kako instrumenti izravno djeluju na operativne ciljeve, a putem njih i na intermedijarne ciljeve.

U drugom će poglavlju biti riječ o tradicionalnim instrumentima monetarne politike, koje možemo promatrati kao dinamičke kategorije koje se kroz dugi niz godina neprestano razvijaju i modificiraju, ovisno o promjeni ekonomskog i monetarnog okruženja. Konkretno tradicionalne instrumente koje ćemo prikazati i opisati: diskontna politika, politika obveznih rezervi, politika otvorenog tržišta te selektivna kreditna politika.

U idućem poglavlju govorit ćemo o mjerama i instrumentima monetarne politike HNB-a koji su potrebni za reguliranje kreditne aktivnosti i likvidnosti banaka, te za reguliranje količine novca u optjecaju kao i na donošenje mjera u svezi kamatnih stopa i tečajem domaće valute.

Nakon što smo definirali i objasnili instrumente monetarne politike HNB-a, u prethodnom razdoblju, u posljednjem poglavlju rada prikazat ćemo kako izgleda primjena te učestalost korištenja navedenih instrumenata HNB-a u razdoblju od 2006. godine do danas.

1. OPĆENITO O MONETARNOJ POLITICI

Monetarna politika je skup pravila, propisa, mjera i instrumenata kojima se regulira količina, struktura i dinamika novčane mase, kao i optjecaj novca na razini nacionalnih, odnosno državnih ekonomija. Monetarna politika svojim mjerama i instrumentima ima snažan utjecaj i na fiskalnu politiku i uopće makroekonomsku politiku, ali vrijedi i obrnuto. Donositelj i provoditelj monetarne politike odnosno monetarne vlasti su središnje odnosno centralne banke.¹ Temeljne sastavnice monetarne politike su emisijska, kreditna, devizna i tečajna politika. Monetarna politika predstavlja dio opće ekonomske politike kojom se regulira ponuda i potražnja za novcem u skladu sa stvarnim potrebama privrednog života. Za provođenje monetarne politike zadužena je monetarna vlast preko središnje banke.

S obzirom na smjer kretanja novčane mase monetarna politika može biti: ekspanzivna i restriktivna. Ekspanzivna monetarna politika ima za posljedicu rast novčane mase, smanjenje kamatnih stopa, povećanje ulaganja, povećanje BDP-a i proizvodnje te porast zaposlenosti. Ukoliko se gospodarstvo nalazi u stanju krize, tada se provodi ekspanzivna monetarna politika. U toj će situaciji gospodarski subjekt dolaziti do novca pod znatno lakšim uvjetima. Porast ponude novca radi snižavanja kamatne stope će imati izrazite stabilizacijske učinke. Povećavajući investicije, osobnu i javnu potrošnju ovakva bi monetarna politika trebala voditi porastu proizvodnje i zaposlenosti.

Restriktivna monetarna politika dovodi do smanjenja novčane mase, povećanja kamatnih stopa, smanjenja ulaganja i pad zaposlenosti. Kad se gospodarstvo nalazi u stanju prosperiteta popraćeno s inflatornim učincima zbog porasta platežne sposobnosti potražnje, provodit će se restriktivna monetarna politika. Karakterizira ga smanjenje količine novca u optjecaju, kao i znatno teži uvjeti pod kojima gospodarski subjekti mogu doći do novca, odnosno kredita. Povećanje kamatne stope će destimulirajuće djelovati na investicije, osobnu i javnu potrošnju.

¹ U Republici Hrvatskoj to je Hrvatska narodna banka.

1.2. Ciljevi monetarne politike

Potencijalni ciljevi monetarne politike mogu biti; visoka zaposlenost, ekonomski rast, stabilnost cijena, stabilnost kamatnjaka, stabilnost finansijskih tržišta i stabilnost finansijskih tržišta i stabilnost na deviznom tržištu.² Kako bismo lakše razumjeli navedene ciljeve pobliže ćemo ih objasniti, dakle visoka zaposlenost postoji kada je potražnja za radom jednaka ponudi rada, što je kompatibilno teorijskom konceptu ostvarivanja pune zaposlenosti uz postojanje određene razine prirodne stope nezaposlenosti. Zatim, ekonomski rast označava povećanje potencijalnog BDP-a neke zemlje, on ovisi o razini i tvorbi kapitala, tehnološkim promjenama, prirodnom bogatstvu i sposobnostima ljudi da uz veću produktivnost osiguraju povećanje investicija, proizvodnje i dakako životnog standarda odnosno rast BDP-a per capita. Idući cilj je stabilnost cijena koji se odnosi na ostvarivanje niskih stopa inflacije između 2 do 3% godišnje uz koje je moguć održivi ekonomski rast. Stabilnost cijena je važna jer sprečava nastanak opće nesigurnosti i donošenje suboptimalnih odluka o investiranju, potrošnji, štednji ili zaduživanju, što je moguće u slučaju ugrađivanja premije rizika inflacije ili razvoja inflacijom izazvanih preferencija prema kratkom do dugom roku. Niska stopa inflacije povećava vjerodostojnost i kredibilitet monetarne politike te transparentnost cijena i drugih varijabli. Stabilnost kamatnjaka omogućava povećanje transparentnosti i stabilnosti finansijskih tržišta i olakšava planiranja koja su vezana uz budući novčani tok. Idući cilj, stabilnosti finansijskih tržišta omogućava efikasno prenošenje novčanih viškova od suficitarnih prema deficitarnim subjektima i pridonosi izbjegavanju čimbenika razvoja finansijske krize. Pomoću stabilnosti na deviznom tržištu sprečava se promjena uvjeta razmjene vezana uz pad ili rast vrijednosti domaće valute u odnosu na strane valute.

Istodobno ostvarivanje opisanih ciljeva je poželjno međutim nije uvijek moguće. Ako banka djeluje u pravcu ostvarenja jednog cilja, može ugroziti ostvarenje drugog odnosno drugih ciljeva, do konflikta među ciljevima posebice dolazi u kratkom roku. Bez obzira na veliki broj ciljeva monetarne politike, po mnogim teoretičarima njen najznačajniji cilj je održavanje monetarne ravnoteže odnosno stabilnost cijena. Stabilnost cijena znači odsustvo bilo kakvog inflatornog ili deflatornog poremećaja. Što se tiče Hrvatske narodne banke osnovni cilj je održavanje stabilnosti cijena. Ne dovodeći u pitanje ostvarivanje svojeg osnovnog cilja, Hrvatska narodna banka podupire gospodarsku politiku Republike Hrvatske te pritom djeluje u skladu s načelima otvorenoga tržišta gospodarstva i slobodne konkurencije.

² F.S Mishkin, S.G. Eakins: „Financijska tržišta“, Mate, Zagreb, 2005. str. 185-189.

1.3. Strategije provođenja monetarne politike

Složenost sustava provođenja monetarne politike očituje se u korištenju instrumenata monetarne politike kojima se nastoji djelovati na ostvarenje krajnjih i eventualno intermedijarnih odnosno indirektnih ciljeva.

Krajnji ciljevi monetarne politike su javno objavljeni i uobičajeno su definirani zakonom o središnjoj banci ili drugom regulativom kojom se određuje odgovornost središnje banke kao njezinog nositelja. Tipičan krajnji cilj monetarne politike je svakako stabilnost cijena koja se javlja kao primarni ili čak jedini cilj djelovanja brojnih središnjih banaka. Zatim intermedijarni ciljevi općenito služe za povećanje djelotvornosti monetarne politike u ostvarivanju krajnjih ciljeva, a također se mogu koristiti i u svrhu provjere zbivaju li se promjene u novčanom sustavu u smjeru ostvarivanja tih ciljeva.

Osim postojanja navedenih ciljeva monetarne politike moguće je postojanje i dodatnih ciljeva, oni se ugrađuju u strategiju provođenja monetarne politike stoga što su visoko osjetljivi na instrumente te politike, navedeno podrazumijeva strategiju vođenja monetarne politike u kojoj se instrumentima izravno djeluje na operativne ciljeve, a u nastavku putem operativnih ciljeva na intermedijarne ciljeve. Intermedijarnim ciljevima središnje banke u konačnici nastoje ostvariti svoje krajnje ciljeve odnosno krajnji cilj. Što se tiče povećanja djelotvornosti monetarne politike u ostvarenju krajnjeg cilja postiže se korištenjem intermedijarnih i operativnih ciljeva, koja može biti ugrožena nepravodobnim podacima o čimbenicima promjene cijena potrošačkih dobara ili realne proizvodnje, unutar razdoblja između implementacije instrumenata monetarne politike i ostvarivanja krajnjeg cilja.³

Intermedijarni ciljevi postoje i javno su objavljeni ukoliko to povećava djelotvornost monetarne politike u postizanju krajnjeg cilja ili je to uobičajeno zbog postizanja kredibiliteta, vjerodostojnosti i transparentnosti te politike. Javno objavljene ciljne vrijednosti intermedijarnih varijabli su imale veliku važnost u vođenju monetarne politike tijekom druge polovice dvadesetog stoljeća. Tijekom 50-ih i 60-ih godina Sustav federalnih rezervi je vodio praksu ciljanja uvjeta na tržištu novca, u sklopu čega je kretanje kratkoročnog kamatnjaka predstavljalo svojevrsan indirektni cilj na koji je FED operativno djelovao razinom viškova rezervi banaka. Tijekom 70-ih godina pod utjecajem Milтона Friedmana i teorije monetarizma

³ I. Lovrinović, M. Ivanov: Monetarna politika, RRIF, 2009, Zagreb, str 206-209.

započinje ciljanje monetarnih agregata u SAD-u, Velikoj Britaniji, Njemačkoj te ostalim državama.

Kao što sam već spomenula u Republici Hrvatskoj krajnji cilj monetarne politike Hrvatske narodne banke jest stabilnost cijena, dok se kao indirektan cilj koristi nominalno sidro deviznog tečaja. Putem nominalnog sidra deviznog tečaja monetarna politika utječe na inflacijska očekivanja javnosti, ali i na troškove i potražne komponente formiranja inflacije. Međutim iako postoji nominalno sidro deviznog tečaja, važno je uočiti da je hrvatska valuta u režimu upravljano plivajućeg deviznog tečaja. To znači da tečaj nije fiksiran, niti je središnja banka ikad objavila razinu tečaja koju brani.

Što se tiče suvremene prakse monetarne politike većine središnjih banaka uglavnom primjenjuje intermedijarne varijable kao javno objavljene posredne ciljeve u ostvarenju krajnjeg cilja. Pojedine središnje banke iskazuju operativne ciljeve i djelovanje transmisivnog mehanizma monetarne politike kojim djeluju na ostvarenje definiranog krajnjeg cilja. U svrhu povećanja vjerodostojnosti i transparentnosti monetarne politike, središnja banka objavljuje detaljne informacije o korištenim instrumentima, publiciraju redovna mjesečna odnosno polugodišnja ili godišnja izvješća o ostvarenim rezultatima i učincima te objavljuju priopćenja za javnost iz kojih su vidljive buduće namjere monetarne politike usmjerene na očuvanje postavljenog cilja odnosno ciljeva.

2. INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE

2.1. Tradicionalni instrumenti monetarne politike

Monetarno-kreditni instrumenti mogu se promatrati kao dinamičke kategorije koje se kroz dugi niz godina neprestano razvijaju i modificiraju ovisno o promjeni ekonomskog i monetarnog okruženja i promjeni ciljeva tekuće novčane politike. U različitim uvjetima fiksnih ili fluktuirajućih deviznih tečajeva, različitih ekonomskih sustava i različitog stupnja razvijenosti financijskih tržišta, instrumenti monetarne politike se znatno razlikuju, iako formalno nose isti naziv. Danas u 21. stoljeću instrumenti monetarne politike znatno su modificirani u odnosu na one koji su korišteni tijekom prošlog stoljeća. Središnje banke zemalja s razvijenim tržišnim gospodarstvom, do kraja 20. stoljeća su koristile tri tradicionalna instrumenta monetarne politike: diskontna politika, politika otvorenog tržišta te politika obveznih rezervi.

Za razliku od zemalja s razvijenim tržišnim gospodarstvom, zemlje s manje razvijenim tržišnim gospodarstvom posebice socijalističke i komunističke države, uobičajeno koriste četvrti tradicionalni instrument monetarne politike pod nazivom selektivna kreditna politika.

2.1.1 Diskontna politika

Diskontna stopa, je zapravo, kamatna stopa po kojoj središnja banka prima od poslovnih banaka na eskont robne mjenice ili druge vrijednosnice. Promjenama u visini diskontne stope, već prema uvjetima na tržištu, središnja banka nastoji utjecati na ponudu i potražnju za novcem. Podizanjem diskontne stope stvaraju se nepovoljni uvjeti za refinanciranje banaka, čime se utječe i na kamatnu stopu, pa, prema tome, i na interes za potražnjom kredita. Podizanje diskontne stope primjenjuje se u pravilu, kada se na tržištu osjeća višak novčanih sredstava i poremećaj ravnoteže u smjeru inflacije. Suprotno tome, snižavanjem diskontne stope povećava se potražnja novčanih sredstava u uvjetima nedovoljne gospodarske aktivnosti.⁴

Diskontna politika ili politika diskontnog prozora, bila je najvažnije sredstvo kreditne i monetarne politike do velike svjetske krize 1929.-1932. Ona se pojavila kao instrument

⁴ I. Perišin, A. Šokman, I. Lovrinović: „Monetarna politika“, FET, Pula 2001. str. 296-297.

zlatnog standarda i njegova funkcioniranja. Kada se opazilo da odljev i priljev zlata dovodi ne samo do promjene u zlatnoj podlozi, već i do poremećaja u optjecaju, a s tim u vezi i na novčanom tržištu i gospodarstvu uopće, počelo se primjenjivati manipuliranje diskontnom stopom zavisno od kretanja zlata. Rezultati dizanja ili spuštanja diskontne stope bili su višestruki, međutim prvenstveno su se odražavali u poskupljenju ili pojeftinjenju kapitala, te s tim u vezi u odljevu i priljevu zlata u trezore emisijske banke. Osim toga diskontna politika je imala posebno značenje za reguliranje platne bilance. Održavanje čvrstih tečajeva u granicama zlatnih točaka zahtijevalo je, da svaka razlika koja je nastala u platnoj bilanci bude izravnana međunarodnim kretanjem zlata ili konvertibilnih deviza, što automatski sužava ili čini bazu unutarnjeg kredita u razmjeru koji zavisi od stupnja obveznog pokrića. Na taj način potencijalni opseg unutarnjeg kredita, a preko njega i razina privredne aktivnosti postaje zavisna od međunarodnog kretanja zlata, o čijem pravcu neposredno odlučuju uvjeti vanjske ravnoteže. U takvom sustavu diskontna stopa je bila glavni instrument koji se, reagirajući na promjene u nacionalnom blagu, prenosio djelovanjem vanjskih uvjeta na unutarnji gospodarski život.

Promjenom u visini diskontne stope središnje banke mogu indirektno djelovati na visinu novčane ponude te usmjeravati kretanje potražnje za novcem. Recimo ako središnja banka želi smanjiti ponudu novca kako bi obuzdala ili spriječila inflaciju, ona može odrediti diskontnu stopu na višoj razini od trenutačne razine tržišnog kamatnjaka, za sudionike novčanog tržišta to znači direktni signal da je novac postao skuplji, jer za isti iznos zaduženja kod središnje banke treba platiti veću kamatu. Dodatno, porast diskontne stope predstavlja najavu središnje banke i većoj restriktivnosti njezine monetarne politike. Javnost veću diskontnu stopu shvaća ne samo kao signal mogućeg daljnjeg rasta cijene novca u budućnosti, nego i kao signal opasnosti za razvoj inflacije, na koju je središnja banka reagirala pravodobno višom kamatnom stopom.

Uz veći trošak zaduživanja i diskontnu stopu višu od trenutačnih razina kamatnjaka na međunarodnom tržištu, poslovne banke će imati manje interesa za zaduživanje iz primarne emisije. Kako povećanjem diskontne stope izvori pribave likvidnosti postaju skuplji, tako povećanje diskontne stope djeluje na rast aktivnih kamatnih stopa uz koje poslovne banke odobravaju kredite poduzećima, stanovništvu te drugim subjektima. Uz ostale uvjete nepromijenjene, porast cijena zaduživanja smanjuje interes bančinih komitenata za kreditima, a to dovodi do formiranja nove ravnoteže na tržištu kredita uz višu razinu tržišnih kamatnjaka. Kad novac postane skuplji i oskudniji, tada dolazi do rasta diskontne stope koji djeluje i na

rast pasivnih kamatnih stopa, pa pojedinačno i na smanjenje potražnje javnosti za gotovim i depozitnim novcem, uz istodobno povećanje potražnje za štednim i oročenim depozitima na koje banke plaćaju veću kamatu. U konačnici smanjena kreditna aktivnost banaka te porast nemonetarne pasive banaka omogućuje smanjenje količine novca u optjecaju.

U obrnutoj situaciji, ukoliko središnja banka želi povećati ponudu novca kako bi na taj način povećanjem potražnje za kreditima potaknula privrednu aktivnost, tada će ona sniziti diskontnu stopu ispod tržišne kamatne stope. Poslovne banke mogu uz nižu cijenu zaduživanja pribaviti viškove likvidnosti posuđivanjem kod središnje banke, što u konačnici djeluje na pad kamatnjaka na međunarodnom tržištu. Ako razdoblje visoke likvidnosti potraje, zbog konkurencije među bankama doći će do pada svih kratkoročnih kamatnih stopa, te će protekom nekoliko mjeseci smanjiti troškove zaduživanja stanovništva, poduzeća i drugih subjekata kod banaka. Međutim smanjenje diskontne stope će utjecati i na smanjenje pasivnih kamatnih stopa, stoga će smanjiti interes za štednjom, a povećati potražnju za novcem kao transakcijskim sredstvom.

Manipuliranje visinom diskontne stope dobar je instrument reguliranja unutarnjih kreditnih odnosa u uvjetima gdje je bankarski sustav tome prilagođen. Njezine česte promjene mogu, osim pozitivnih, imati i negativne učinke, zbog kojim promjene referentnog kamatnjaka mogu za privredu biti od većeg rizika nego od koristi. Pa tako recimo, povećanje diskontne stope odašilje signal restriktivnosti, što utječe na rast domaćih kamatnjaka, pad domaćih investicija i porast interesa stranih ulagača. Povećan uvoz kapitala u zemlju povećava devizne rezerve i multiplikativno se kroz devizne transakcije (otkup strane valute i prodaja domaće valute) odražava na povećanje novčane mase. Prednosti tih akcija središnje banke manje su izražene u suvremenom novčanom sustavu nego ranije u razdoblju zlatnog standarda. Budući da je u zlatnom standardu priljev stranog kapitala značio porast količine zlata u trezoru središnje banke, dok u suvremenim uvjetima slobodno plivajućih deviznih tečajeva porast priljeva deviza i potražnja za domaćom valutom izazivaju aprecijacijske pritiske koji nisu neutralni na uvjete međunarodne razmjene.

2.1.2. Politika otvorenog tržišta

Kako bismo objasnili što je to politika otvorenog tržišta potrebno je prvo objasniti što se podrazumijeva pod pojmom otvoreno tržište, dakle pojam otvoreno tržište ovdje se ne upotrebljava u smislu nekog tržišta koje je nezasićeno carinskim i sličnim mjerama, nego se misli na tržište novca i kapitala koje je utemeljeno na impresivnoj osnovi, umjesto na neposrednom odnosu dvaju transaktora tj. onoga tko na osnovi vrijednosnica pribavlja novčani kapital te onoga koji ulaže u te vrijednosnice te na taj način plasira svoj novac. Sam pojam „otvoreno tržište“ veže se uz praksu „Bank of England“, koja je prva počela emitirati državne vrijednosnice za potrebe države.⁵

Politika otvorenog tržišta danas predstavlja najvažniji instrument monetarne politike kojim raspolažu središnje banke u zemljama s razvijenim financijskim sustavom. Plasman i kupovina vrijednosnica na otvorenom tržištu provode se sustavom aukcija, čiji je inicijator i organizator središnja banka. Kao kupci i prodavatelji vrijednosnica javljaju se ovlašteni primarni dileri, a to su u pravilu velike banke, te posredno institucionalni investitori. Budući da državne vrijednosnice predstavljaju visoko likvidni financijski instrument koji ujedno nosi solidan nerizični prinos, postoji velik interes za njihovu kupovinu i razvijeno sekundarno tržište. Sigurnost vrijednosnica zajamčena ugledom države te visoka likvidnost sekundarnog tržišta glavni su razlog zbog kojega se primjena operacija na otvorenom tržištu veže upravo uz državne vrijednosnice.

Bit provođenja ovih operacija vezana je uz upravljanje likvidnošću bankovnog i financijskog sustava na dnevnoj, tjednoj, mjesečnoj i višemjesečnoj razini. Ovisno o namjeri središnje banke i potrebi povećanja ili smanjenja likvidnosti, središnje banke kupuju državne vrijednosnice od poslovnih banaka ili ih prodaju poslovnim bankama. Transakcije kupnje vrijednosnica od poslovnih banaka izravno povećavaju likvidnost bankarskog sustava te se time smanjuje cijena novca na međubankovnom tržištu i povećava kreditni potencijal poslovnih banaka. Uz veću likvidnost banaka, dolazi do smanjenja cijena novca na međunarodnom tržištu te do povećanja kreditnog potencijala poslovnih banaka koje su prodajom vrijednosnica središnjoj banci pribavile likvidna sredstva.

⁵ I. Perišin, A. Šokman, I. Lovrinović: „Monetarna politika“, FET, Pula 2001., str. 278.

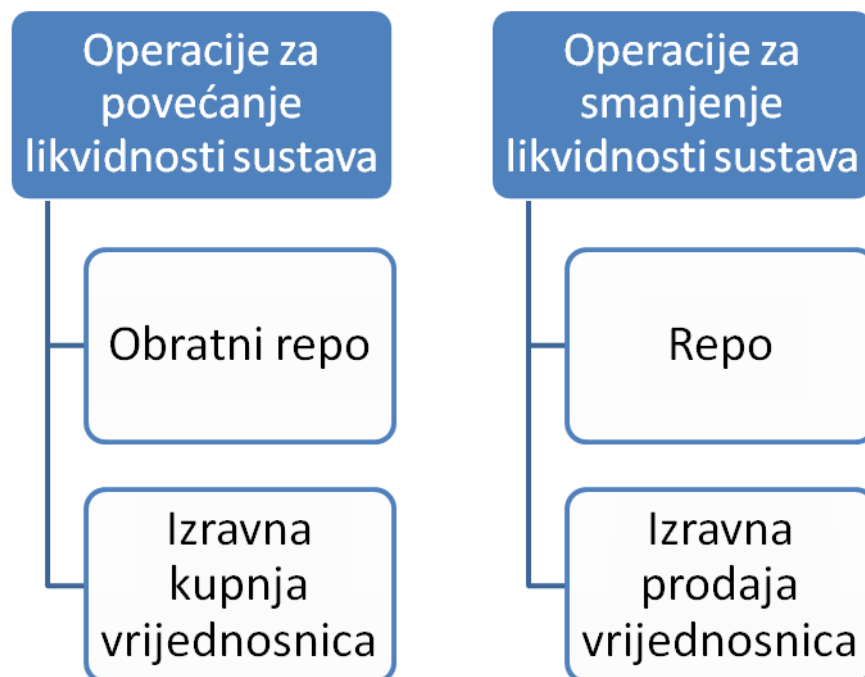
Međuovisnost kretanja između porasta primarnog novca proizašlog iz kupovine vrijednosnica na otvorenom tržištu i rasta slobodnih novčanih sredstava banaka može se prikazati bilancom središnje banke i konsolidiranom bilancom poslovnih banaka. U uvjetima kad monetarna politika želi djelovati restriktivno i smanjiti likvidnost bankarskog sustava, središnja banka prodaje državne vrijednosnice poslovnim bankama. Učinak manje likvidnosti očituje se u poništavanju primarnog novca te u smanjenju kreditnog potencijala banaka.⁶

Politiku otvorenog tržišta karakterizira nekoliko prednosti u odnosu na ostale instrumente monetarne regulacije: središnja banka ima potpunu kontrolu nad provođenjem aukcija na otvorenom tržištu i diskrecijsko pravo nad određivanjem iznosa kamatnjaka te drugih uvjeta kojima se provode operacije, zatim prodaja ili kupnja vrijednosnih papira može se obaviti brzo ili sporo te u ograničenim ili velikim iznosima, zatim administrativne procedure provođenja su vrlo jednostavne te se trenutačno postižu željeni učinci u smjeru prilagodbe likvidnosti te kretanja kamatnjaka u međubankovnom sustavu. Nadalje, operacijama na otvorenom tržištu se izbjegava učinak najave, kakav izaziva svaka promjena diskontne stope ili stope obveznih rezervi. Te tijekom provođenja operacija banke i ostali sudionici financijskih tržišta nisu svjesni namjera središnje banke, budući da ona može istovremeno jednim sudionicima prodavati vrijednosnice a od drugih kupovati. Budući da su državne vrijednosnice najvažniji instrument kojim se trguje na otvorenom tržištu, operacijama na otvorenom tržištu se postiže veća koordinacija mjera monetarne politike i mjera fiskalne politike, te veća efikasnost upravljanja javnim dugom.

Središnje banke često primjenjuju mehanizam kupnje vrijednosnica uz sporazum o reotkupu (REPO sporazum) kojim se diler koji prodaje obveznice središnjoj banci obvezuje da će određenog dana po određenoj cijeni i uz dogovoreni kamatnjak ponovno otkupiti te iste vrijednosnice.

⁶ I. Perišin, A. Šokman, I. Lovrinović: „Monetarna politika“, FET, Pula 2001., str. 278.

Slika 1: Oblici operacija na otvorenom tržištu



Izvor: I. Lovrinović, M. Ivanov.: Monetarna politika, RRiF plus, Zagreb, 2009., str. 219.

Instrumentom obratni repo središnja banka djeluje u smjeru povećanja likvidnosti banaka. Obratni repo funkcionira kao kolateralizirani kredit koji središnja banka odobrava bankama uz kolateralu prihvatljivih vrijednosnica – trezorskih zapisa, državnih obveznica te eventualno vrijednosnica drugih prvoklasnih izdavatelja. Mehanizam provođenja instrumenta obrati repo podrazumijeva objavu aukcije na koju se prijavljuju banke nudeći kamatnjake i iznose likvidnih sredstava koje žele pribaviti uz odgovarajući iznos kolaterale. Instrumentom repo središnja banka djeluje u smjeru smanjena likvidnosti banaka. Provodi se aukcijama na koje poslovne banke dostavljaju iznose svojih viškova likvidnosti koji uz ponuđene kamatnjake žele položiti kod središnje banke. Repo i obrnuti repo su vrlo pogodni instrumenti za neutraliziranje neželjenih privremenih promjena likvidnosti banaka ili likvidnosti ostalih subjekata, do kojih dolazi zbog novčanih tokova nad kojima središnja banka nema izravnu kontrolu.

Osim tipičnih dnevnih/tjednih operacijama za finu prilagodbu likvidnosti, središnje banke mogu operacijama na otvorenom tržištu djelovati i na ostvarenje dugoročnih ciljeva, kao što su suzbijanje inflacije (politikom "oskudnog novca") ili ublažavanje deflacije i recesije (politikom "sijanja novca"). U tu svrhu obično se koriste operacijama izravne kupnje ili izravne prodaje vrijednosnica. Izravna kupnja ili izravna prodaja vrijednosnica je takav način

trgovanja kada središnja banka kupuje ili prodaje državne vrijednosnice na otvorenom tržištu bez ikakvih daljnjih obveza u svezi s tim transakcijama. To znači da kad središnja banka kupi određene vrijednosnice, ona nije obvezna kasnije ih prodati izvornim prodateljima i obratno. Kad središnja banka kupuje trezorske zapise ili državne obveznice povećava se njihova cijena i smanjuje prinos držanja takvih vrijednosnih papira, što uzrokuje promjenu strukture portfelja banaka i mijenja strukturu imovine privatnog sektora. Kreditni potencijal banaka se povećava, a kamatne stope padaju zbog porasta likvidnosti. Kada krediti postaju jeftini i lakše dostupni stvaraju je uvjeti za porast ponude novca u rukama stanovništva, poduzeća, države i drugih subjekata. To znači da ekspanzivnim mjerama monetarne politike središnja banka može direktno utjecati na povećanje investicija i osobne potrošnje, čime se ujedno omogućava rast BDP-a po zaposlenosti. Iako kupnja vrijednosnica označava ekspanzivnu mjeru monetarne politike, privredni subjekti mogli bi u tim potezima središnje banke vidjeti opasnost od prekomjernog rasta novčane mase, razbuktavanja inflacije i slično, pa tako možemo imati negativne učinke u realnoj sferi ekonomije.

2.1.3 Politika obveznih rezervi

Politika obveznih rezervi sastoji se u određivanju stope obvezne rezerve i drugih uvjeta koji određuju visinu obveznih rezervi koje poslovne banke trebaju obračunati i izdvojiti na depozite i eventualno na druge izvore sredstava. U pravilu središnje banke određuju jedinstvenu stopu obvezne rezerve.

Obvezna rezerva izdvaja se na poseban račun kod središnje banke, čime se osigurava stabilnost bankarskog sustava. Međutim iako se trenutna nelikvidnost pojedine banke može lako namiriti zaduživanjem na tržištu novca, bankarski sustav kao cjelina uvijek treba držati određene rezerve kao pokriće depozita svojih komitenata. Tako ukupna sredstva obveznih rezervi predstavljaju svojevrsnu zaštitu deponenata od rizičnog ponašanja banaka, odnosno smanjujući kreditni potencijal banaka sprečavaju prekomjerno odobravanje kredita. Zatim, druga i važnija uloga obvezne rezerve vezana je obuzdavanje pretjerane kreditne aktivnosti poslovnih banaka, tj. izbjegavanje situacije da prevelika količina novca u optjecaju ne bi izazvala inflaciju.

Središnja banka administrativno propisuje visinu stope obvezne rezerve, ovisno o monetarnoj situaciji na tržištu i stupnju zasićenosti novčanim sredstvima. Ukoliko se ocijeni da je kreditna aktivnost komercijalnih banaka prevelika i da vodi ka inflaciji, tada će se stope obveznih rezervi povećavati, u suprotnoj situaciji, deflacije i opće recesije u privredi stope se smanjuju. Povećavanjem stopa obvezne rezerve sužava se mogućnost odobravanja bankovnih kredita. Time se neposredno smanjuje visina kreditnog i monetarnog multiplikatora, odnosno snaga ekspanzije kredita i multiplikacije depozita koja bi u protivnom proizašla iz viška rezervi bankovnog sustava. Snižavanjem stope obvezne rezerve postižu se suprotni učinci, odnosno povećavaju se slobodna novčana sredstva koja poslovne banke mogu iskoristiti za odobravanje kredita, potiče se rast kreditnog i monetarnog multiplikatora te djeluje u smjeru povećanja ponude novca. Na taj način uspostavlja se direktna veza između količine novca koje banke mogu kreirati te količine primarnog novca.

Za razliku od politike otvorenog tržišta kao „finog“ instrumenta za upravljanje likvidnošću monetarnog sustava te regulaciju novčane ponude, politika obveznih rezervi predstavlja „grub“ i administrativan instrument. Dakle, ukoliko neka komercijalna banka ne ispunjava svoje obveze polaganja određenog iznosa rezervi na svoj račun kod središnje banke, tada ona dolazi pod povećan nadzor središnje banke ili kako se to obično u financijskim krugovima kaže, „u nemilost središnje banke“, pa je dužna na neizdvojena sredstva platiti penalizirajući kamatne stope središnjoj banci.

Politika obvezne rezerve, zbog brzog i učinkovitog djelovanja, važan je instrument monetarne politike u praksi svih središnjih banaka. Njezino značenje posebice dolazi do izražaja u zemljama s manje razvijenim financijskim sustavom, gdje se ne može uspješno implementirati politika otvorenog tržišta.

2.1.4. Selektivna kreditna politika

Za razliku od prethodno opisanih kvantitativnih mjera monetarne politike, selektivna politika predstavlja kvalitativnu mjeru kontrole upotrebe kredita iz primarne emisije i ukupnih novčanih tokova.⁷

⁷ I. Lovrinović, M. Ivanov: Monetarna politika, RRIF, 2009, Zagreb, str 224-225.

Kada središnja banka odobrava selektivne kredite bankama, postiže se kontrola upotrebe sredstava iz primarne emisije za točno određene namjene. Na taj način se neposredno mogu ostvariti ciljevi tekuće gospodarske politike usmjerene na jačanje određenih grana i djelatnosti koje su posebno važne za neku državu uz istodobno ograničavanje kredita pojedinim privrednim sektorima ili poduzećima čije se napredovanje želi iz određenih razloga zaustaviti.

Osim politike obvezne rezerve, selektivni krediti odobreni po „povoljnim uvjetima“ predstavljali su iznimno važne, a moglo bi se reći i jedine instrumente monetarne regulacije u bivšim socijalističkim ekonomijama. Naime, selektivni kredit odobren po povoljnim uvjetima svojevrsan je oblik subvencije koji se kosi s načelima slobodne konkurencije i tržišnog natjecanja. Drugi važan razlog zbog kojega suvremena praksa monetarne politike zaobilazi direktnu primjenu selektivnog kreditiranja je postizanje veće političke i ekonomske neovisnosti središnje banke.

2.2. Instrumenti i mjere monetarne politike Hrvatske narodne banke

Prema podacima za veljaču 2015. u primjeni Hrvatske narodne banke su sljedeći instrumenti i mjera monetarne politike, redom to su :

- Operacije na otvorenom tržištu,
- Stalno raspoložive mogućnosti,
- Obvezna pričuva,
- Devizne aukcije,
- Minimalno potrebna devizna potraživanja.⁸

Instrumenti monetarne politike sadržani su i vidljivi u bilanci središnje banke. Djeluju kao izravni tokovi kreiranja odnosno poništavanja primarnog novca ili promjene njegove strukture. Mjeru monetarne politike predstavlja „minimalno potrebna devizna potraživanja“ čija primjena ne dovodi do direktnih učinaka na bilancu središnje banke i procesa kreiranja primarnog novca, nego se odražava isključivo na strukturu bilance poslovnih banaka.⁹

2.2.1. Operacije na otvorenom tržištu

⁸ HNB: Pregled instrumenata i mjera monetarne politike, broj 1/2015, Zagreb, 2015.

⁹ I. Lovrinović, M. Ivanov: Monetarna politika, RRIF, 2009., Zagreb, str 241.

Operacije na otvorenom tržištu Hrvatska narodna banka provodi od 2005. godine, kada su stvoreni preduvjeti za njihovu primjenu, vezani uz stupanj razvijenosti financijskog tržišta i posebice sekundarnog tržišta državnih vrijednosnica. Radi provođenja utvrđene monetarne i devizne politike Hrvatska narodna banka može u svoje ime izdavati vlastite vrijednosne papire koji glase na domaću ili stranu valutu te na financijskim tržištima ugovarati kupnje, prodaje i zamjene vrijednosnih papira i drugih lako utrživih financijskih instrumenata, kao i prava i obveza u vezi s istima.¹⁰ Operacije na otvorenom tržištu su uvedene kako bi se uspostavila aktivnija uloga HNB-a u upravljanju likvidnošću bankarskog sustava te kako bi se unaprijedilo upravljanje monetarnom politikom. Kratkoročni cilj njihova uvođenja je stabiliziranje prekonoćne kamatne stope te stvaranje referentne kamatne stope na tržištu novca, dok je dugoročni cilj uspostava transmisijskog mehanizma. Politika otvorenog tržišta definirana je u tri tipa operacija središnje banke, to su: redovite operacije, operacije fine prilagodbe i strukture operacije.

Redovite operacije

Redovite operacije na otvorenom tržištu provode se putem obratnih repo operacija. Služe za povećanje likvidnosti banaka. HNB organizira aukciju jednom tjedno (srijedom), s rokom dospijea od jednog tjedna. Iznimno, ukoliko je datum reotkupa (srijeda) neradni dan, aukcija se organizira s reotkupom za osam dana, tj. sljedeći radni dan (četvrtak), ali reotkup je za šest dana, odnosno sljedeće srijede. Sustav standardnih ponuda znači da se aukcija provodi unutar 24 sata od trenutka najave do trenutka izdavanja potvrda o prihvaćanju ponuda. Vrijeme od krajnjeg roka za podnošenje ponuda do objave rezultata približno je dva sata.

Pravo sudjelovanja na aukcijama imaju banke, štedne banke i podružnice stranih banaka sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koje su dobile odobrenje za rad od HNB-a i koje zadovoljavaju sljedeće propisane uvjete: da su obuhvaćene sustavom obvezne pričuve, da su potpisale Ugovor o povratnoj kupnji vrijednosnih papira te da u svom vlasništvu imaju prihvatljiv kolateral koji predstavlja trezorski zapisi MF-a izdani u kunama, s rokom dospijea do godine dana.¹¹

¹⁰ Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci (NN, br. 75/2008. i 54/2013.)

¹¹ Tijekom 2009. godine Ministarstvo financija izdalo je trezorske zapise s izravnim rokom dospijea dvije godine.

Operacije fine prilagodbe

Operacije fine prilagodbe mogu se po potrebi provoditi na četiri načina; kao obratni repo, repo, izravna kupnja ili izravna prodaja. Prihvatljiv kolateral su trezorski zapisi MF-a izdani s izvornim rokom dospijeca do jedne godine. Procedure provođenja operacija fine prilagodbe mogu biti aukcije koje se provode u sustavu nestandardnih ponuda ili bilateralni sporazumi (pristup samo određenim poslovnim bankama suočenima s problemom viška ili manjka likvidnosti, koji se nije javio zbog lošeg sustava upravljanja rizikom likvidnosti u dotičnoj poslovnoj banci).

Operacije fine prilagodbe služe za privremeno povećanje ili smanjenje likvidnosti. One se provode ad hoc radi upravljanja likvidnošću na tržištu i upravljanja kamatnim stopama u situacijama kada treba neutralizirati efekte kamatnih stopa uzrokovane neočekivanim fluktuacijama na tržištu. Učestalost provođenja i dospijeca operacija fine prilagodbe nisu definirani, što središnjoj banci daje širok manevarski prostor. U dosadašnjoj praksi HNB je vrlo rijetko i samo u iznimnim situacijama provodio operacije fine prilagodbe. Broj sudionika na aukcijama je ograničen, osim općih kriterija za redovite operacije, sudionici moraju zadovoljiti i druge kriterije.

Strukturne operacije

Strukturne operacije predstavljaju treći mogući oblik provođenja operacija na otvorenom tržištu. Riječ je o operacijama za ispravljanje većih strukturnih poremećaja u financijskom sustavu i realnoj sferi, poput visoke inflacije ili recesije. Ovisno o potrebi služe za povećanje ili smanjenje likvidnosti sustava, gdje prihvatljiv kolateral predstavljaju svi oblici državnih vrijednosnica. Provode se putem operacija izravne kupnje, izravne prodaje te kao obratni repo ili repo. Učestalost provođenja je redovita ili neredovita, a sustav provođenja aukcija sa standardnim ili nestandardnim ponudama, uključujući i mogućnosti bilateralnih sporazuma. Sudionici mogu biti sve banke koje ispunjavaju određene opće kriterije.

2.2.2. Stalno raspoložive mogućnosti

U praksi Hrvatske narodne banke kreirane su po uzoru na praksu Europske središnje banke, uz određene modifikacije radi prilagodbe hrvatskom financijskom sustavu. U praksi HNB-a postoje tri tipa stalno raspoloživih mogućnosti: novčani depoziti, lombardni krediti i unutarnevni krediti.

Stalno raspoložive mogućnosti obuhvaćaju instrumente koje banke koriste na svoju inicijativu, neograničen broj dana u mjesecu a služe za stabiliziranje neočekivanih promjena u kretanju likvidnosti banaka. Imaju prekonoćno dospijeće a mogu se koristiti u obliku lombardnog kredita, u slučaju manjka sredstava i u obliku novčanog depozita, u slučaju viška sredstava. Postavljena im je granica raspona kamatnih stopa na tržištu novca, pri čemu je kamatna stopa na lombardni kredit gornja granica kamatnog raspona, dok je kamatna stopa na prekonoćni depozit kod HNB-a donja granica kamatnog raspona. Također, kamatne stope na tržištu novca trebale bi se kreirati unutar tog raspona.

Novčani depoziti

Novčani depozit predstavlja pogodnost namijenjenu bankama koje radni dan završavaju s viškovima likvidnosti iznad iznosa održavane obvezne pričuve. Višak likvidnosti banke mogu prekonoćno deponirati kod HNB-a te ostvariti kamatu.¹² Mogućnost korištenja dostupna je svakodnevno, to uvelike olakšava sustav dnevnog upravljanja likvidnošću poslovnih banaka. U veljači 2015. kamatnjak na mogućnost novčanog depozita iznosio je 0,00% godišnje.

Lombardni kredit

Lombardni kredit spada u veoma stare kreditne poslove, ime je dobio po talijanskoj pokrajini Lombardiji gdje je i nastao. Lombardni kredit odobrava se na temelju sklopljenog ugovora o lombardnom kreditu uz financijsko osiguranje dužničkim vrijednosnim papirima prihvatljivih izdavatelja u skladu s posebnim propisima kojima se regulira financijsko osiguranje.¹³

¹² Odluka o polaganju novčanog depozita kod Hrvatske narodne banke (NN, br. 34/2005. i 133/2010.)

¹³ Odluka o lombardnom kreditu (NN, br. 71/2013.)

Namijenjen je bankama, štednim bankama te podružnicama stranih banaka koje radni dan završavaju s manjom likvidnih sredstava.¹⁴ Središnja banka, na zahtjev banke, odobrava prekonoćni kolateralizirani kredit koji se može koristiti u visini do 50% nominalne vrijednosti trezorskih zapisa MF-a izdanih s izravnim rokom dospijeca do godine dana. Mogućnosti korištenja prekonoćnog kredita je dostupna svakodnevno, pri čemu središnja banka ima diskrecijsko pravo ograničiti iznos kredita dostupan svakoj pojedinačnoj banci. Godišnja kamatna stopa na lombardne kredite u 2015. godini u veljači iznosila je 5,00%.

Unutardnevni kredit

Unutardnevni kredit je kredit koji se odobrava i koristi tijekom obračunskog dana Hrvatskog sustava velikih plaćanja.¹⁵ Hrvatska narodna banka može odobriti unutardnevni kredit: kreditnim institucijama (bankama i štednim bankama) sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koje su dobile odobrenje za rad od Hrvatske narodne banke, podružnicama kreditnih institucija iz druge države članice Europske unije za koju je njezino nadležno tijelo dostavilo obavijest Hrvatskoj narodnoj banci o osnivanju podružnice u Republici Hrvatskoj i podružnicama kreditnih institucija iz trećih država koje su od Hrvatske narodne banke dobile odobrenje za osnivanje podružnice kreditne institucije iz treće države. Kredit je kolateraliziran i može se koristiti u visini do 50% nominalne vrijednosti trezorskih zapisa Ministarstva financija izdanih s izvornim rokom dospijeca do godine dana. Dospijeca unutardnevnog kredita je do kraja dana kada je korišten, dok se nevraceni unutardnevni kredit smatra zahtjevom za lombardni kredit. Banke se mogu beskamatno koristiti pogodnošću unutardnevnog kredita do iznosa ograničenja određenog diskrecijskom odlukom HNB-a.¹⁶

2.2.3. Obvezna pričuva

Obvezna pričuva predstavlja najvažniji instrument sterilizacije viška likvidnosti u bankovnom sustavu. Obveznu pričuvu obračunavaju, odražavaju i izdvajaju banke, štedne banke te podružnice stranih banaka sa sjedištem u Republici Hrvatskoj koje su dobile odobrenje za rad od HNB-a. Obveznu pričuvu ne obračunavaju, ne odražavaju i ne izdvajaju štedionice

¹⁴ Ugovor o lombardnom kreditu, sklopljenje 21. lipnja 2013.

¹⁵ Odluka o unutardnevnom kreditu (NN, br. 71/2013.)

¹⁶ Ugovor o unutardnevnom kreditu, sklopljen 21. lipnja 2013.

specijalne namjene, zatim banke kada je to posebnim zakonom propisano te HBOR.¹⁷ Hrvatska narodna banka podzakonskim propisom propisuje obvezu kreditnih institucija da izdvoje i održavaju obveznu pričuvu na računu za namiru i u blagajni ili na izdvojenom računu u Hrvatskoj narodnoj banci.¹⁸ Obvezna pričuva ima snažno djelovanje na visinu kreditnog potencijala banaka i proces monetarne multiplikacije. Hrvatska ima jednu od najviših stopa obveznih rezervi u svijetu, putem koje se imobilizira vrlo visok iznos novčanih sredstava iz bankarskog sustava.

Osnovica za obračun obvezne pričuve sastoji se:

- a) od kunskog dijela, koji obuhvaća kunske izvore sredstava, i to primljene depozite i kredite u kunama (s valutnom klauzulom i bez valutne klauzule), izdane dužničke vrijednosne papire u kunama, hibridne i podređene instrumente u kunama (s valutnom klauzulom i bez valutne klauzule) i ostale financijske obveze u kunama.
- b) od deviznog dijela, koji obuhvaća devizne izvore sredstava, i to primljene devizne depozite i kredite, obveze po izdanim vrijednosnim papirima u devizama (osim vlasničkih vrijednosnih papira banke), hibridne i podređene instrumente u devizama i ostale financijske obveze u devizama.¹⁹

Kunski i devizni dio osnovice izračunavaju se posebno, a čine ih prosječna dnevna stanja kunskih i deviznih izvora sredstava u jednom obračunskom razdoblju. Obračunsko razdoblje traje od prvoga do posljednjeg dana kalendarskog mjeseca, a razdoblje obračunavanja počinje druge srijede u mjesecu i traje do dana koji prethodi drugoj srijedi sljedećeg mjeseca. Od obračunatoga deviznog dijela obvezne pričuve 75% se uključuje u obračunati kunski dio obvezne pričuve i izvršava u kunama. Postotak izdvajanja kunskog dijela obvezne pričuve iznosi 70%, postotak izdvajanja deviznog dijela obvezne pričuve obračunatog na temelju deviznih sredstava nerezidenata i deviznih sredstava primljenih od pravnih osoba u posebnom odnosu prema banci iznosi 100%. Dok postotak izdvajanja preostalog deviznog dijela obvezne pričuve iznosi 60%. Preostali dio obvezne pričuve održava se prosječnim dnevnim stanjima likvidnih potraživanja.

¹⁷ Odluka o obveznoj pričuvi (NN, br. 133/2010., 30/2011., 109/2011., 136/2011., 12/2012., 43/2012., 142/2013. i 121/2014.)

¹⁸ Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci (NN, br. 75/2008. i 54/2013.)

¹⁹ HNB: Pregled instrumenata i mjera monetarne politike, broj 2/2015, Zagreb, 2015.

2.2.4. Devizne aukcije

Devizne aukcije provode se prema diskrecijskoj odluci središnje banke, a služe za očuvanje stabilnosti domaće valute i održavanje likvidnosti plaćanja u zemlji i inozemstvu. Pristup deviznim aukcijama imaju samo banke koje imaju ovlaštenje za obavljanje poslova platnog prometa s inozemstvom. Devizne aukcije mogu se provoditi kao „obostrane“ operacije u kojima HNB kupuje i prodaje devize te kao „jednostrane“ operacije kod kojih HNB ili samo kupuje ili samo prodaje devize.

Kupnjom deviza od poslovnih banaka središnja banka kreira primarni novac, dok u obratnoj transakciji središnja banka smanjuje likvidnost banaka i poništava veličinu primarnog novca. Devizne intervencije središnje banke glavni su tok kreiranja primarnog novca u Republici Hrvatskoj. Provođenje deviznih intervencija središnje banke uvjetovano je primarno kretanjem deviznog tečaja hrvatske kune u odnosu na euro, što je vezano za korištenje nominalnog sidra deviznog tečaja kao intermedijarnog cilja u očuvanju stabilnosti cijena. U situaciji aprecijacije domaće valute središnja banka kupuje devize i prodaje kune, čime korigira nepoželjno kretanje deviznog tečaja. S druge strane, u situaciji deprecijacije domaće valute središnja banka prodaje devize i kupuje kune. Ovisno o potrebi i stanju na deviznom tržištu tip aukcije može biti multiple price ili uniform price.

2.2.5. Minimalno potrebna devizna potraživanja

Hrvatske poslovne banke, štedne banke i podružnice stranih banaka u obvezi su održavanja propisanog postotka minimalno potrebnih deviznih potraživanja u odnosu na njihove devizne obveze.

Devizna potraživanja jesu: strana gotovina, čekovi koji glase na stranu valutu, devizni tekući računi, devizni depoziti kod Hrvatske narodne banke, devizni depoziti po viđenju, devizni depoziti s preostalim rokom dospjeća do 3 mjeseca, dospjeli devizni depoziti, vrijednosni papiri stranih financijskih institucija i stranih država koji se drže radi trgovanja i koji su raspoloživi za prodaju, instrumenti tržišta novca, obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti, vrijednosni papiri stranih financijskih institucija i stranih država u devizama koji se drže do dospjeća i koji se vrednuju po fer vrijednosti u RDG-u

(kojima se aktivno ne trguje) s preostalim rokom dospijeca do 3 mjeseca, instrumenti tržišta novca, obveznice i drugi dugoročni dužnički instrumenti s preostalim rokom dospijeca do 3 mjeseca.

Devizne obveze: redovni devizni računi, posebni devizni računi pravnih osoba, devizni računi i devizni štedni ulazi po viđenju stanovništva, obveze po izdanim vrijednosnim papirima u devizama (osim vlasničkih vrijednosnih papira), obveze po izdanim dužničkim vrijednosnim papirima u kunama s valutnom klauzulom (jednosmjernom ili dvosmjernom), primljeni oročeni devizni depoziti, primljeni kunski depoziti s valutnom klauzulom (jednosmjernom ili dvosmjernom), primljeni devizni krediti, primljeni kunski krediti s valutnom klauzulom (jednosmjernom ili dvosmjernom), hibridni i podređeni instrumenti u devizama, hibridni i podređeni instrumenti u kunama s valutnom klauzulom te ostale financijske obveze u devizama.²⁰

Prema podacima za veljaču 2015. Minimalno potrebna devizna potraživanja su iznosila 17% deviznih obveza. Obveza održavanja propisanog postotka je dnevna, što od banaka zahtijeva dnevno prilagođavanje pozicije deviznih potraživanja. Postojanje minimalno potrebnih deviznih potraživanja kao mjere u monetarnoj praksi HNB-a vezano je uz visok udio deviznih depozita te drugih deviznih obveza u pasivi bilance banaka. S druge strane u aktivni bilance banaka glavnina kredita odobrena je u kunama (uglavnom uz valutnu klauzulu).

²⁰ Odluka o minimalno potrebnim deviznim potraživanjima (NN, br. 59/2008., 17/2009., 23/2009., 30/2011., 18/2012., 67/2012., 104/2013., 44/2014. i 16/2015.)

3. MONETARNA POLITIKA VOĐENA OD STRANE HNB-A U RAZDOBLJU OD 2006. GODINE DO DANAS

Tijekom 2006. godine Hrvatska narodna banka bila je usmjerena na održavanje niske inflacije i stabilnog tečaja te usporavanje rasta inozemnog duga i zaustavljanje daljnjeg produbljenja manjka na tekućem računu platne bilance. Provodila je restriktivnu monetarnu politiku, te su pooštrene mjere za ograničavanje rasta inozemnog zaduživanja. U 2007. godini HNB je prvenstveno bila usmjerena na smanjenje rasta plasmana banaka i usporavanje rasta inozemnog duga banaka. Čime dovodi do ublažavanja vanjskih neravnoteža hrvatskog gospodarstva. U skladu s time zadržane su postojeće mjere za ograničenje rasta inozemnog zaduživanja te je uvedena nova mjera koja izravno utječe na usporavanje rasta domaćih plasmana banaka. Tijekom 2008. godine, s produbljivanjem financijske krize zbog novonastalih okolnosti vezanih uz inflatorne pritiske u prvoj polovini 2008. i otežanog refinanciranja dugova privatnog i državnog sektora u drugoj polovini godine, instrumenti monetarne politike Hrvatske narodne banke doživjeli su više izmjena. Uz postojeću usmjerenost na usporavanje rasta inozemnog duga radi smanjenja rasta plasmana banaka i zaustavljanja daljnjeg širenja manjka na tekućem računu platne bilance, HNB je nastojao osigurati i dovoljno sredstava bankama u uvjetima intenziviranja svjetske financijske krize, čija je izravna posljedica bilo i znatno otežano inozemno zaduživanje. Stoga je HNB promjenom dijela instrumenata oslobodio kunsku i deviznu likvidnost, kojom je olakšano poslovanje banaka i financiranje domaćih sektora u uvjetima ograničenog pristupa stranom kapitalu. Posljedica svjetske financijske krize bili su i pritisci na slabljenje kune pa je dio mjera djelovao na smanjenje kunske likvidnosti u razdobljima deprecijacijskih pritisaka.²¹ Zbog izmijenjenih okolnosti koje su prouzročene svjetskom financijskom krizom i nastojanja HNB-a da istodobno održi zadovoljavajuću razinu kunske i devizne likvidnosti te oslabi deprecijacijske pritiske, tijekom posljednjeg tromjesečja 2008. povećala se kolebljivost prekonoćne kamatne stope. Koja je često prelazila granice kamatnog raspona određenog kamatnim stopama na stalno raspoložive mogućnosti u obliku lombardnoga kredita i prekonoćnog depozita. Hrvatsko je gospodarstvo u 2010. godini bilo obilježeno nastavkom recesije, nastavio se trend smanjivanja zaposlenosti, dohodaka i investicija. Monetarno okružje je karakterizirala niska inflacija te stabilan tečaj domaće valute. Ne dovodeći u pitanje

²¹ <http://www.hnb.hr/publikac/godisnje/2006/h-god-2006.pdf>

ostvarivanje svojega osnovnog cilja, HNB je podržavao uvjete visoke likvidnosti, čime je nastojao dati svoj doprinos oživljavanju kreditne aktivnosti poslovnih banaka. Početkom veljače HNB je donio odluku o spuštanju stope obvezne pričuve s 14% na 13%, na osnovi čega su oslobođena financijska sredstva namijenjena programu Vlade i HBOR-a za poticanje gospodarskog oporavka. Likvidnost domaćega bankovnog sustava bila je izrazito povoljna u 2011. godini, stoga nije bilo potrebe za provođenjem obratnih repo operacija ni za potražnjom lombardnih kredita. Poslovne banke su se gotovo svakodnevno koristile mogućnošću prekonoćnog deponiranja viška likvidnosti kod HNB-a. Politikom podržavanja visoke kunske likvidnosti HNB je nastojao poboljšati uvjete financiranja na domaćem tržištu i povećati kreditni potencijal banaka. Međutim iako iznimno povoljna likvidnost bankovnog sustava nažalost nije značajnije utjecala na porast plasmana, što je djelomice posljedica i smanjene potražnje za kreditima, te su se u posljednjem tromjesečju 2011. pojavili deprecijacijski pritisci na tečaj kune. Podizanjem stope obvezne pričuve s 13% na 14% u listopadu i deviznim intervencijama u trećem tromjesečju 2011. HNB je povukao dio viška kunske likvidnosti iz monetarnog sustava i time ublažio deprecijacijske pritiske na domaću valutu. Početak 2012. godine obilježili su deprecijacijski pritisci na tečaj kune prema euru, nastavivši trend iz posljednjeg tromjesečja 2011. Podizanjem stope obvezne pričuve s 14% na 15% i dvjema deviznim intervencijama u siječnju 2012. HNB je povukao dio viška kunske likvidnosti iz monetarnog sustava i tako stabilizirao tečaj domaće valute. Na taj je način smanjena kunska likvidnost utjecala na privremeni skok kratkoročnih kamatnih stopa na novčanom tržištu početkom novog razdoblja održavanja obvezne pričuve sredinom veljače. U ožujku su prekonoćne kamatne stope na novčanom tržištu ponovo prosječno bile niže od 1%. Nakon slabljenja deprecijacijskih pritisaka Hrvatska narodna banka nastavila je s mjerama podrške Programa razvoja gospodarstva, koji je u cilju bržeg oporavka kreditne aktivnosti inicirao HNB u suradnji s HBOR-om i poslovnim bankama. Provedba programa podržana je smanjenjem stope obvezne pričuve u svibnju, s 15% na 13,5%, kao i odlukom da se ubuduće u minimalno potrebna devizna potraživanja banaka uključuje dio kredita odobrenih poduzećima u sklopu navedenog Programa. Učinak navedenih mjera rezultirao je povećanjem kunske i devizne likvidnosti. Međutim, kako su sredstva oslobođene obvezne pričuve položena na poseban račun kod središnje banke te zbog pojačane sezonske potražnje za gotovinom u ljetnim mjesecima, porasta prosječnog stanja depozita središnje države kod HNB-a i izdanja državnih obveznica na domaćem tržištu, kunska se likvidnost bankovnog

sustava smanjila.²² Instrumentima monetarne politike Hrvatska narodna banka u 2013. nastavila je s politikom podržavanja visoke razine likvidnosti, koja je u prethodnim godinama stvorena smanjivanjem stope obvezne pričuve te otkupom deviza od Ministarstva financija. HNB smanjivanjem stope obvezne pričuve smanjuje regulatorni trošak banaka, čime su, osim za povećanu likvidnost, stvoreni preduvjeti za smanjenje kamatnih stopa u RH. Prosječna prekonoćna međubankovna kamatna stopa te kamatna stopa na trezorske zapise MF-a spustile su se na najniže razine dosad, a Hrvatska narodna banka dodatno je smanjila i lombardnu stopu. Dodatnu likvidnost HNB je u prvoj polovini godine osigurao otkupom deviza od države pribavljenih zaduživanjem u inozemstvu, djelomično je sterilizirajući prodajom dijela deviza na deviznom tržištu bankama. Tijekom godine tečaj kune prema euru postupno je slabio, osim u razdoblju od travnja do kolovoza. Tako je krajem 2013. tečaj kune prema euru bio za 1,2% veći u odnosu na kraj 2012. Hrvatska narodna banka nastavila je u 2014. provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku, podržavajući visoku likvidnost bankovnog sustava, i poticati kreditiranje poduzeća otkupom obveznih blagajničkih zapisa od banaka. Istodobno je zadržana stabilnost tečaja domaće valute prema euru, što je, zbog visoke razine euroiziranosti, osnovni preduvjet financijske stabilnosti u zemlji.²³

3.1. Operacije na otvorenom tržištu

Tijekom 2006. godine zbog želje da se uvođenjem operacija na otvorenom tržištu smanji volatilnost prekonoćne kamatne stope, prosječna razina prekonoćne kamatne stope u 2006. godini je manja nego u 2005. godini. Prekonoćna kamatna stopa se kretala u rasponu od 0,63% do 4,37%. Dok se u 2005. godini kretala u rasponu od 0,30% do 9,40%. Relativno visoka varijabilnost kamatnih stopa te višak likvidnosti tijekom 2006., upućuje da je upravljanje likvidnošću banaka još relativno neefikasno u usporedbi s EMU. Tijekom 2007. godine, prosječna razina i varijabilnost prekonoćne kamatne stope na novčanom tržištu bila je veća nego u prethodnoj godini, te se kretala u rasponu od 0,92% do 14,59%. Prilično jaka varijabilnost kamatne stope u uvjetima povećane razine viška likvidnosti upućuje na to da su upravljanja banaka svojom likvidnošću kao i samo novčano tržište još uvijek relativno nedovoljno razvijene. U 2008. godini prekonoćna kamatna stopa kretala se u rasponu od 0,66% do 19,95%, koeficijent varijacije se povećava u odnosu na prethodnu godinu²⁴ te je iznosio 74,3%. Prosječno stanje ukupne potražnje za sredstvima tijekom 2009. godine je

²² <http://www.hnb.hr/publikac/godisnje/2012/h-god-2012.pdf>

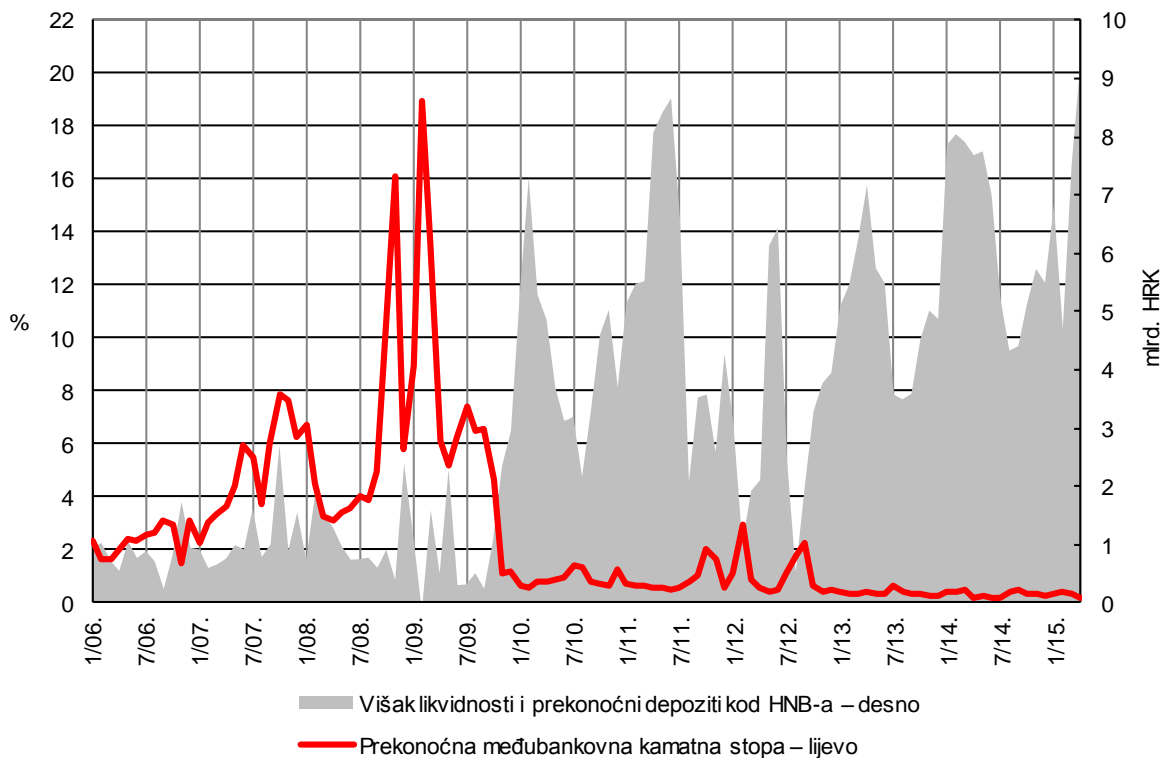
²³ <http://www.hnb.hr/publikac/godisnje/2014/h-god-2014.pdf>

²⁴ U prethodnoj godini iznosio je 51,54%.

iznosilo 34,2 mlrd kn, dok je kunski dio obvezne pričuve iznosio u prosjeku 33,9 mlrd kn, prosječni višak likvidnosti 0,4 mlrd kn. Te je ukupno povećanje potražnje za likvidnošću tijekom navedene godine bilo veće za 2,1% u odnosu na prethodnu godinu. Razina i varijabilnost prekonoćne kamatne stope ostvarene tijekom prvog tromjesečja 2009. godine veća je nego prethodne godine, te koeficijent varijacije u tom razdoblju je iznosio 81,61%.

Višak likvidnosti i prekonoćna kamatna stopa

Graf 1:



Izvor: Hnb, redovne publikacije – standardni prezentacijski format, 1. tromjesečje 2015.

U 2010. godini prosječno stanje potražnje za sredstvima iznosilo je 32,4 mlrd kn, kunski dio obvezne pričuve u prosjeku iznosio je približno 32 mlrd kn, te prosječni višak likvidnosti 0,4 mlrd kn. Prekonoćna kamatna stopa kretala se u rasponu od 0,39% do 2,86%, te je bila manja u odnosu na prethodnu godinu. Koeficijent varijacije iznosio je 41,93% što je manje od koeficijenta varijacije u 2009. godini.²⁵ U 2011. godini operacije na otvorenom tržištu nisu korištene zbog visoke likvidnosti u domaćem bankarskom sustavu. Prosječni iznos ponude

²⁵ Koeficijent varijacije u 2009. godini je iznosio 94,16%.

novčanih sredstava je iznosio 39,3 mlrd kn, to je 8,8% više nego tijekom 2010. godine. Iako tijekom 2011. godine nije bilo potrebe za provođenjem operacija na otvorenom tržištu, HNB ima na raspolaganju redovite operacije, operacije fine prilagodbe te strukturne operacije. Tijekom 2012. godine također se operacije ne provode zbog istog razloga kao i u prethodnoj godini. Ponuda novčanih sredstava je iznosila 39,7 mlrd kn što je 0,9% više nego u 2011. godini. Potražnja za novčanim sredstvima bila je veća za 7,3% u odnosu na prethodnu godinu te je iznosila 37 mlrd kn. Prekonoćne kamatne stope kretale su se u rasponu od 0,23% do 5,88%, te koeficijent varijacije iznosio je 100,81% te se povećavao u odnosu na prethodnu godinu.²⁶ U 2013. također nije bilo potrebe za provođenjem operacija zbog visoke likvidnosti, do visoke likvidnosti došlo je zbog smanjivanja stope obvezne pričuve, započetog nakon prvih naznaka prelijevanja financijske krize u RH krajem 2008. godine, kada je stopa obvezne pričuve iznosila 17% te go kraja 2013. godine je smanjena na 12%. Ponuda novčanih sredstava iznosila je 0,6% više nego u prethodnoj godini. Potražnja za novčanim sredstvima je iznosila 38,2 mlrd kn odnosno 3% više nego u prethodnoj godini. U operacije otvorenog tržišta u širem smislu ubrajamo i devizne intervencije. S obzirom da je tečaj kune prema euru bio uglavnom stabilan nije bilo potrebe za čestim provođenjem tog instrumenta. Stoga je tijekom 2013. godine provedena samo jedna devizna intervencija HNB-a kada prodaje 214,9 mil eura. U 2014. godini, s obzirom na visoku likvidnost, HNB je provela konačnu operaciju²⁷ te ostale nisu korištene. Ponuda novčanih sredstava porasla na razinu od 41,1 mlrd kn. Potražnja za novčanim sredstvima također je porasla. Na povećanje likvidnosti utjecalo je povećanje ponude novčanih sredstava određene autonomnim činiteljima zbog povrata kredita HBOR-a bankama početkom 2014. godine u iznosu od 1,6 mlrd. kuna zbog završetka Programa razvoja gospodarstva. Osim toga, na povećanje likvidnosti djelovao je i otkup obveznih blagajničkih zapisa HNB-a od banaka kojim središnja banka potiče rast plasmana sektoru poduzeća.²⁸

3.1.1. Redovite operacije

Obratne repo operacije u 2006. godini uz devizne intervencije su bile glavni instrument kreiranja likvidnosti. Ukupan iznos sredstava koji je plasiran bankama po toj osnovi u 2006. godini je iznosio 53,4 mlrd kn što je 60% ukupnog plasiranog iznosa u 2005. godini.

²⁶ Koeficijent varijacije tijekom 2011. godine je iznosio 79,99%.

²⁷ Prodaja 240,2 mil eura, krajem siječnja.

²⁸ <http://www.hnb.hr/publikac/godisnje/2014/h-god-2014.pdf>

Prikaz repo stopa HNB-a

Tablica 1:

GODINA	MJESEC	IZNOS STOPE
2006.	Prosinac	3,50
2007.	Prosinac	4,06
2008.	Prosinac	6,00
2009.	Prosinac	-
2010.	Prosinac	-
2011.	Prosinac	-
2012.	Prosinac	-
2013.	Prosinac	-
2014.	Prosinac	-

Izvor: vlastita izrada na temelju podataka iz redovne publikacije – Bilten br 210., HNB, 41. str., 2015.

Tijekom 2007. godine, ukupan iznos sredstava koji je plasiran bankama s te osnove iznosio je 164,4 mlrd kn.²⁹ Iznos sredstava plasiran na aukcijama kretao se u rasponu od 0,4 mlrd kn do 6,5 mlrd kn. Prosječno dnevno stanje sredstava kreiranih obratnim repo operacijama u tom razdoblju iznosi 3,4 mlrd kn. Obratne repo operacije HNB-a bile su tijekom 2008. glavni instrument kreiranja likvidnosti te su, u skladu s time, banke redovito sudjelovale na obratnim repo aukcijama. U 2008. godini održano je ukupno 47 obratnih repo aukcija, pri čemu banke nisu iskazale interes samo na jednoj aukciji, dok šest obratnih repo aukcija nije održano.³⁰ Bankama je plasirano 86,6 mlrd kn, gotovo upola manje od ukupnog iznosa plasiranog u prethodnoj godini. Iznos sredstava plasiran na aukcijama kretao se u rasponu od simbolične 0,3 mlrd kn do 6,1 mlrd kn. Prosječno dnevno je iznosio 1,7 mlrd kn. Tijekom 2008. godine banke su na aukcijama nudile različite kamatne stope i sudjelovale s više ponuda. Na šest održanih aukcija ponude banke su u potpunosti odbijene. Obratne repo operacije HNB-a bile su tijekom prvih deset mjeseci 2009. godine glavni instrument kreiranja kunske likvidnosti te su banke redovito sudjelovale na obratnim repo aukcijama. Tijekom 2009. godine održano je ukupno 37 obratnih repo aukcija, pri čemu su na jednoj akciji sve ponude odbijene, dok 15 obratnih repo aukcija nije održano. Ukupan iznos koji je plasiran bankama s te osnove u 2009.

²⁹ Tri puta veći iznos od ukupnog plasiranog iznosa 2006. godine.

³⁰ <http://www.hnb.hr/publikac/godisnje/2008/h-god-2008.pdf>.

godini je iznosio 96,1 mlrd kn, što je za 9,3 mlrd kn veći iznos od ukupnog plasmana u prethodnoj godini. Tijekom 2009. godine središnja banka je provodila obratne repo aukcije uz promjenu fiskalne kamatne stope koja je iznosila 6%. Tijekom idućih godina redovite operacije se nisu primjenjivale zbog visoke likvidnosti bankarskog sustava.

3.1.2. Operacije fine prilagodbe

U sklopu operacija na otvorenom tržištu HNB je u lipnju 2006. godine provela prvu operaciju fine prilagodbe. Središnja banka kreirala je likvidnost od 1,0 mlrd kn, nakon toga operacije fine prilagodbe provedene su u četiri navrata i to u srpnju, kolovozu i rujnu. Iznos se kretao u rasponu od 74,2 mil kn do 1,046 mil kn. Tijekom 2007. godine, središnja banka je u lipnju provela operaciju fine prilagodbe. Te je kreirana likvidnost u iznosi od 1,3 mlrd kn. Nakon toga u 2007. godini provedene su još četiri operacije fine prilagodbe i to u srpnju, kolovozu, rujnu i listopadi. Iznosi operacije fine prilagodbe kretali su se iznosima između 1,2 mlrd kn i 1,3 mlrd kn. Tijekom 2008. godine kao prihvatljivi kolateral služili su trezorski zapisi MF-a u kunama. U narednoj godini koristio se isti prihvatljivi kolateral koji je mogao biti u kunama i devizama. Te tijekom idućih godina operacije fine prilagodbe nisu se koristile.

3.1.3. Strukturne operacije

Tijekom promatranog razdoblja od 2006. godine do danas strukturne operacije nisu korištene.

3.2. Stalno raspoložive mogućnosti

3.2.1 Lombardni krediti

Kamatna stopa na korištenje lombardnim kreditom utvrđuje se gornja granica kamatnog raspona na novčanom tržištu tijekom 2006. godine je iznosila 7,5%. U listopadu 2006. godine odobren je lombardni kredit u iznosu 785,3 mil kn, što je prvo korištenje tim instrumentom monetarne politike poslije kolovoza 2004. godine.

Prikaz kamatnih stopa na lombardne kredite

Tablica 2:

GODINA	MJESEC	IZNOS KAMATNE STOPE
2006.	Prosinac	7,50
2007.	Prosinac	7,50
2008.	Prosinac	9,00
2009.	Prosinac	9,00
2010.	Prosinac	9,00
2011.	Prosinac	6,25
2012.	Prosinac	6,25
2013.	Prosinac	5,00
2014.	Prosinac	5,00

Izvor: vlastita izrada na temelju podataka iz redovne publikacije – Bilten br 212., HNB, 55. str., 2015.

Kamatna stopa na korištenje lombardnim kreditom utvrđuje se gornja granica kamatnog raspona na novčanom tržištu tijekom 2006. godine je iznosila 7,5%. U listopadu 2006.godine odobren je lombardni kredit u iznosu 785,3 mil kn, što je prvo korištenje tim instrumentom monetarne politike poslije kolovoza 2004. godine. Tijekom 2007. godine kamatna stopa na korištenje lombardnim kreditom je također iznosila 7,5%. Međutim, početkom prosinca u sklopu mjera ograničavanja kreditne aktivnosti banke, kamatna stopa je povišena te je iznosila 9%, primjena te odredbe započela je 1. siječnja 2008. godine. Iznos odobrenog lombardnog kredita u navedenoj godini kretao se u rasponu između 0,1 mlrd kn, dok je maksimalan prosječni iznos lombardnog kredita iznosio 1,6 mlrd kn. Te najveći dnevni iznos lombardnog kredita je iznosio 3,5 mlrd kn. Minimalan prosječni dnevni iznos lombardnog kredita je iznosio 0,3 mlrd kn. U 2008. godini, kamatna stopa na lombardne kredite je iznosila 9%.³¹ Iznos odobrenog lombardnog kredita kretao se u rasponu od 36 mlrd kn do 4,7 mlrd kn, prosječan dnevni iznos lombardnog kredita je iznosio 1,3 mlrd kn, te maksimalan iznos lombardnog kredita ostvaren je u prosincu u iznosu od 1,6 mlrd kn. U 2009. godini lombardni kredit korišten je samo tijekom prva tri tromjesečja. Iznos odobrenog lombardnog kredita kretao se u rasponu od 10 mlrd kn i 3,9 mlrd kn, prosječni dnevni iznosio je 1,1 mlrd kn.

³¹ Kao i u prethodnoj godini.

Tijekom 2010. godine lombardni kredit nije korišten, kao ni u 2011. i 2012. godini. Tijekom 2013. godine korišten je samo jednom, ukupno 53 radna dana te najveći iznos iznosio je 19 mil kn. U 2014. godini kamatna stopa na lombardne kredite je iznosila 5%.

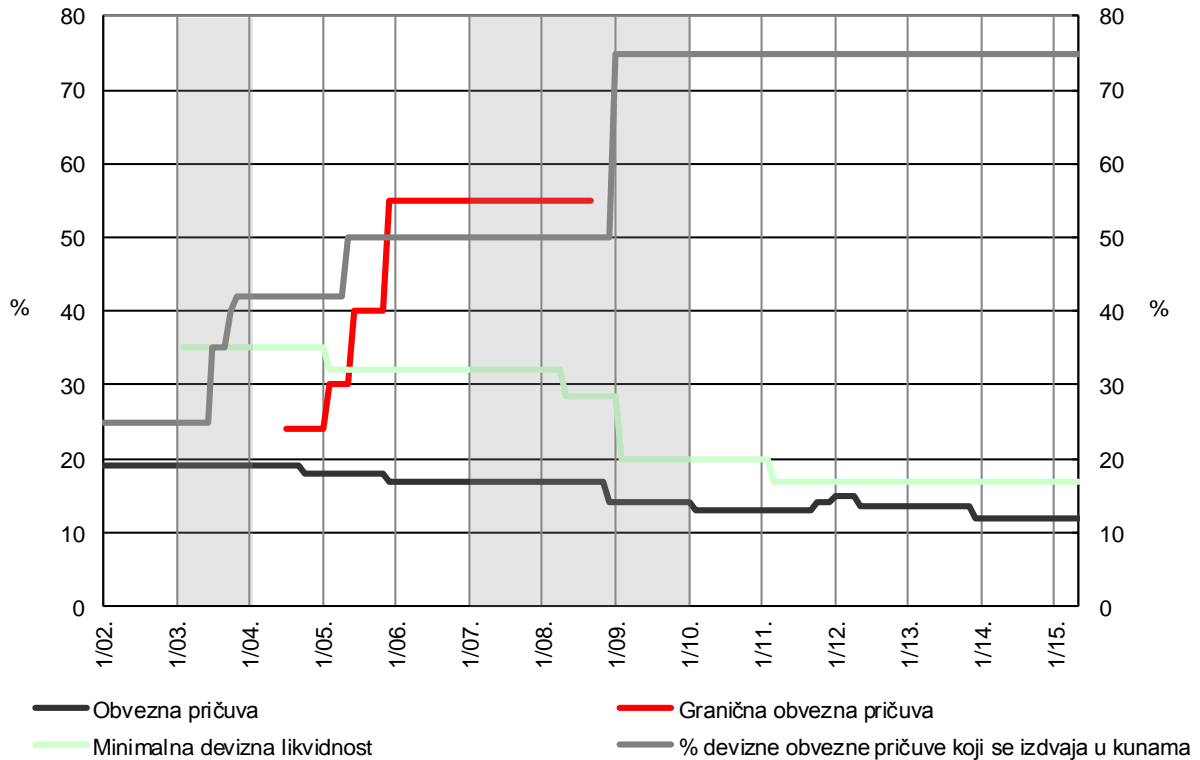
3.2.2. Novčani depozit

Tijekom 2006. godine banke su intenzivno koristile mogućnost prekonočnog deponiranja novčanih sredstava kod HNB-a. Novčani depozit korišten u 2006. godini prosječno iznosi 506,5 mil kn. Dok je najveći dnevno iznos bio 2,999 mil kn zabilježen 10. siječnja 2006. godine. U 2007. godini, novčani depozit prosječno iznosi 0,8 mlrd kn. Najveći dnevno iznos prekonočnog novčanog depozita bio je u vrijednosti od 4,6 mlrd kn početkom listopada. U 2008. godini prosječno dnevno je iznosio 0,8 mlrd kn. Minimalni prosječni iznos novčanog depozita je iznosio 0,3 mlrd kn dok je najveći iznos prekonočnog novčanog depozita iznosio 3,8 mlrd kn. Tijekom 2009. godine, novčani depozit, je intenzivno korišten u posljednjem tromjesečju. Prosječno dnevno je iznosio 1,9 mlrd kn a najveći dnevni iznos bio je 6,5 mlrd u ožujku. Maksimalan iznos novčanog depozita iznosio je 5,5 mlrd kn. U 2010. godini, novčani depozit koristio se svaki radni dan u prosječnom iznosu od 3,9 mlrd kn. Najveći dnevni iznos prekonočnog novčanog depozita je bio 9,8 mlrd kn u veljači navedene godine. Maksimalan prosječni iznos je bio 1,5 mlrd kn u listopadu. Kamatna stopa koju HNB obračunava na sredstva novčanog depozita utvrđuje se donja granica kamatnog raspona na novčanom tržištu, koja je iznosila 0,5% do ožujka 2011. godine, kada je smanjena na 0,25%. Novčani depozit u 2011. godini nije korišten samo šest radnih dana. U 2012. godini novčani depozit prosječno dnevno je iznosio 2,7 mlrd kn. Najveći dnevni iznos 11,7 mlrd kn, dok je maksimalan prosječni iznos bio 6,5 mlrd kn, te minimalan prosječni dnevni iznos 0,6 mlrd kn. Novčani depozit tijekom 2013. godine, dnevno je iznosio 5,4 mlrd. Najveći dnevni iznos je bio 10,2 mlrd kn, te maksimalan prosječni iznos 6,5 mlrd kn dok je minimalni iznos 4,6 mlrd kn. Kamatnom stopom koju HNB obračunava na sredstva novčanog depozita utvrđuje se donja granica kamatnog raspona na novčanom tržištu u 2014. iznosila je 0,0% godišnje. Dospijeće je novčanog depozita prekonočno, s rokom povrata bankama na početku sljedećega radnog dana.

3.3. Obvezna pričuva

Obvezna pričuva i minimalna potrebna devizna likvidnost

Graf 2:



Izvor: : Hnb, redovne publikacije – standardni prezentacijski format, 3. tromjesečje 2015.

U monetarnom sustavu Republike Hrvatske obvezna rezerva predstavlja glavni instrument restriktivnog djelovanja središnje banke, usmjerenog na očuvanje stabilnosti cijena i financijskog sustava. U Hrvatskoj osnovica za obračun obvezne rezerve je vrlo široka, pa osim depozita uključuje i brojne druge izvore sredstava banaka, u Eurozoni osnovicu čine samo depoziti čiji je rok dospijeće do dvije godine i izdani instrumenti tržišta novca i vrijednosnice s rokom dospijeća do dvije godine. Tijekom 2006. godine stopa obvezne pričuve je iznosila 17% te se nije mijenjala tokom cijele godine. U 2007. godini obvezna pričuva je bila glavni instrument stabilizacije viška likvidnosti u bankovnom sustavu. Stopa obvezne pričuve je iznosila 17% posto kao i prethodne godine te se nije mijenjala. U 2008. godini obvezna pričuva je također bila glavni instrument stabilizacije viška likvidnosti u bankarskom sustavu. U najvećem dijelu godine je iznosila 17%, međutim 10. prosinca 2008. godine stopa obvezne pričuve se smanjila sa 17% na 14%. Tijekom 2009. godine stopa

obvezne pričuve je također iznosila 14%. U 2010. godini stopa je iznosila 14% te je 10. veljače smanjena na 13%. Tijekom 2011. godine stopa obvezne pričuve je smanjena sa 14% na 13%, nastojala oživljavanju kreditne aktivnosti banaka te je bila spremna na daljnje snižavanje stope ako bi na taj način oslobođena sredstva koristila u skladu s proklamiranim ciljevima. Međutim zbog pojave deprecijacijskih pritisaka u posljednjem tromjesečju 2011. godine HNB ponovo povećava stopu obvezne pričuve na 14%. Tijekom 2012. godine stopa obvezne pričuve je povećana sa 14% na 15% u siječnju, nastojala je zaustaviti deprecijacijske pritiske na domaću valutu na taj način bi stabilizirala višak likvidnosti u bankarskom sustavu.

U svibnju 2012. godine stopa se smanjuje sa 15% na 13,5% podržan je Program razvoja gospodarstva, te se iz osnovice za obračun isključena sredstva primljena od pet multilateralnih banaka. Obvezna pričuva je tijekom 2013. godine u prosincu smanjena sa 13,5% na 12%. U 2014. godini ukinuto je 100%-tno izdvajanje deviznog dijela obvezne pričuve obračunatog na temelju deviznih sredstava nerezidenata te deviznih sredstava primljenih od pravnih osoba u posebnom odnosu prema banci. Devizna obvezna pričuva banke izdvojena na račun kod HNB-a smanjila se oko 600 mil kn, za isti iznos se povećao.

3.3.1. Kunski i devizni dio obvezne pričuve

Kunski dio obvezne pričuve tijekom 2006. godine kontinuirano raste do toga dolazi zbog porasta obračunske osnovice, najviše rast kunske osnovice. Dok se devizni dio osnovice tijekom drugog i trećeg tromjesečja smanjivao. Tijekom 2007. godine kunski dio obvezne pričuve je kontinuirano rastao osim u studenom kada se osnovica smanjila te je u prosincu dosegao razinu od 114 mlrd kn čime je u navedenoj godini ostvario porat od 10,2%. Rast kuskog dijela osnovice kretao se u rasponu od 0,3% i 2,3% na mjesec. Devizi dio se kretao u rasponu od 144,8 mlrd kn do 150,5 mlrd kn. U 2008. godini kunski dio je neprestano oscilirao, najniža razina iznosila je 111,6 mlrd kn u veljači, najviša razina iznosila je 114,8 mlrd kn u prosincu. Rast kuskog dijela kretao se u rasponu od 0,2% do 1,3% mjesečno. Devizni dio osnovica najniža razina ostvarena je u siječnju u iznosu od 154,8 mlrd, najviša je ostvarena u prosincu u iznosu od 169,9 mlrd kn. tijekom 2009. godine kunski dio se kontinuirano smanjivao ako se izuzme rast u lipnju. Najviša razina iznosila je 113,8 mlrd kn te najniža je iznosila 94,6 mlrd kn. Devizni dio u siječnju je iznosio 178,5 mlrd kn to je ujedno i najniži iznos, najviša razina je iznosila 194,3mlrd kn. U 2010. godini nakon

kontinuiranog smanjivanja tijekom prvog tromjesečja kunski dio osnovice raste tijekom ostatka godine, osim u kolovozu i listopadu. Najviša razina iznosila je 96,9 mlrd kn a najniža razina 92,5 mlrd kn. Devizni dio najnižu razinu ostvaruje u iznosu od 195,8 mlrd kn u siječnju, te u prosincu najvišu razinu u iznosu od 205,7 mlrd kn. Devizni dio obvezne pričuve oscilira u skladu sa kretanjem deviznog dijela osnovice. Kunski dio tijekom 2011. godine ima trend rasta u većem dijelu godine s padovima u ožujku, kolovozu i listopadu. Najviša razina ostvarena je u srpnju u iznosu od 103 mlrd kn, najniža razina ostvarena je u ožujku te je iznosila 98,7 mlrd kn. Devizni dio obvezne pričuve najnižu razinu ostvaruje u iznosu od 205,8 mlrd kn te najvišu razinu u iznosu od 215,8 mlrd kn. Tijekom 2012. godine kunski dio se smanjivao osim u razdoblju od travnja do kolovoza kada je zabilježen rast. Najviša ostvarena razina je u iznosu od 103,7 mlrd kn te najniža razina je iznosila 98,2 mlrd kn. Devizni dio ostvaruje najvišu razinu u veljači u iznosu od 218,4 mlrd kn te najnižu u iznosu od 211,5 mlrd kn. Kunski dio tijekom 2013. godine najnižu razinu ostvaruje u veljači u iznosu od 97,5 mlrd kn, najviša je ostvarena u rujnu te je iznosila 105 mlrd kn. Devizni dio osnovice najvišu razinu ostvaruje u iznosu od 211 mlrd kn u rujnu dok je najniža razina ostvarena u iznosu od 207,3 mlrd kn u srpnju. Tijekom 2014. godine kunski dio najnižu razinu ostvaruje u ožujku u iznosu od 102,4 mlrd kn dok u rujnu ostvaruje najvišu te je iznosila 107,7 mlrd kn. Devizni dio ostvaruje najvišu razinu u siječnju te iznosi 6,3 mlrd kn te najniža je ostvarena u kolovozu u iznosu od 6,1 mlrd kn.

3.3.2. Mjere za ograničenje rasta inozemnog zaduživanja

Središnja banka je tijekom 2006. godine dodatno pooštravala postojeće te uvodila nove instrumente za usporavanje i zaustavljanje rasta inozemnog duga, te je uvela i jednu novu mjeru radi ograničavanja rasta plasmana banaka, koja se primjenjuje od 2007. godine. Uz postojeće instrumente, graničnu obveznu pričuvu i posebnu obveznu pričuvu, u 2007. godini primjenjivana je i jedna nova mjera čija je namjena ograničavanje rasta plasmana banaka, te se odnosi na upis blagajničkih zapisa HNB-a.³² U veljači 2009. godine, HNB je donio Odluku o prestanku važenja Odluke o posebnoj obveznoj pričuvi na obveze po izdanim vrijednosnim papirima. Zbog krize na financijskim tržištima te povećanja potrebe domaćih banaka za kunskom i deviznom likvidnošću, ukinut je instrument posebne obvezne pričuve kako bi se

³² <http://www.hnb.hr/publikac/godisnje/2007/h-god-2007.pdf>

bankovnom sustavu olakšalo poslovanje u navedenim uvjetima. Te je zbog istih razloga HNB u listopadu ukinuo instrument granične obvezne pričuve. Posebna obvezna pričuva iznosila je 9,5 mil kn u siječnju 2009. godine, te je isti iznos vraćen bankama nakon stupanja na snagu Odluke o prestanku važenja Odluke o posebnoj obveznoj pričuvi na obveze po izdanim vrijednosnim papirima u veljači 2009. godine.

Graf 3:



Izvor: Hnb, redovne publikacije – standardni prezentacijski format, 3. tromjesečje 2015.

3.3.3. Upis obveznih blagajničkih zapisa

Ovaj instrument je uveden kako bi se ograničio rast plasmana banaka, koji neizravno pridonosi smanjenju rasta inozemnog duga banaka i stabilizaciji manjka na tekućem računu platne bilance. U studenom 2009. godine HNB je donio Odluku o prestanku važenja Odluke o upisi obveznih blagajničkih zapisa HNB-a, kojom je ukinuta obveza banaka da upisuju obvezne blagajničke zapise za porast plasmana po stopi višoj od dopuštene, budući da su zbog financijske krize plasmani na razni bankovnog sustava zadržani u granicama ispod 12% godišnje, koliko je bilo određeno Odlukom o upisu obveznih blagajničkih zapisa, ocijenjeno je da više ne postoji potreba za ograničavanjem plasmana ovom mjerom HNB-a.

3.4. Ostali instrumenti

3.4.1. Minimalno potrebna devizna potraživanja

Budući da se procijenilo da znatan broj banaka, zbog uključivanja kunskih obveza s valutnom klauzulom u definiciju deviznih obveza, od datuma početka primjene predložene odluke neće moći udovoljiti minimalnom postotku održavanja od 32%, utvrđeno je razdoblje prilagodbe, s krajnjim rokom do 31. ožujka 2007. Tijekom razdoblja prilagodbe banke kojima bi postotak održavanja zbog primjene odluke na posljednji dan rujna bio manji od 32%, morale su svakoga mjeseca, počevši od listopada, povećavati postotak održavanja za dva postotna boda, s time da su banke kojima bi zatečeni postotak održavanja na posljednji dan rujna bio manji od 20%, prvog dana listopada morale udovoljiti postotku od minimalno 20%. Tijekom 2007. godine proširen je obuhvat deviznih potraživanja, u razdoblju od 5. srpnja do 31. listopada, kada su uključena u devizna potraživanja i kratkoročni devizni kredit odobren MF-u od sindikata domaćih banaka u iznosu od 244,5 mil. EUR. Postotak pokrivenosti deviznih obveza deviznim potraživanjima u 2008. kretao se između maksimalno 34,40% na dan 31. siječnja i minimalno 30,41% na dan 28. studenoga. Postotak pokrivenosti na kraju godine iznosio je 30,76%. Postotak pokrivenosti deviznih obveza deviznim potraživanjima u 2009. kretao se između maksimalno 30,11% i 21,87%, te postotak pokrivenosti na kraju godine je iznosio 25,47%. Postotak pokrivenosti deviznih obveza deviznim potraživanjima u 2010. godini kretao se između 24,51% na dan 30. rujna i 22,28% na dan 26. veljače. Postotak pokrivenosti na kraju godine iznosio je 23,21%. Postotak pokrivenosti deviznih obveza deviznim potraživanjima u 2011. kretao se između 22,54% na dan 31. siječnja i 18,55% na dan 31. svibnja. Postotak pokrivenosti na kraju godine iznosio je 19,54%. Postotak pokrivenosti deviznih obveza deviznim potraživanjima u 2012. kretao se između 18,85% na dan 31. siječnja i 23,14% na dan 28. rujna. Postotak pokrivenosti na kraju godine iznosio je 21,23%. Postotak pokrivenosti deviznih obveza deviznim potraživanjima u 2013. kretao se između 19,12% na dan 30. travnja i 22,35% na dan 30. rujna. Postotak pokrivenosti na kraju godine iznosio je 19,58%. Postotak pokrivenosti deviznih obveza deviznim potraživanjima u 2014. kretao se između 19,46% na dan 30. svibnja i 25,47% na dan 30. rujna. Postotak pokrivenosti na kraju godine iznosio je 22,27%.

3.4.2. Blagajnički zapisi HNB-a u kunama

Nematerijalizirani prenosivi blagajnički zapisi HNB-a nominirani u kunama, s dospijećem od 35 dana. Prodaju se na aukcijama uz diskont uz namiru istoga dana. HNB utvrđuje datum aukcije, te pristup primarnom tržištu imaju domaće banke, podružnice stranih banaka i HBOR. Iako su blagajnički zapisi HNB-a u kunama dio operativnog okvira monetarne politike, u razdoblju od 2006. do 2010. se nisu izdavali. Obvezni blagajnički zapisi upisani su 11. prosinca 2013. u iznosu od 3,9 mlrd. kuna, a na kraju godine iznosili su 3,6 mlrd. kuna. Obvezni blagajnički zapisi ispisani su u 2014. u neto iznosu od 0,4 mlrd. kuna, te je njihovo stanje na kraju godine iznosilo 3,2 mlrd. kuna.

3.4.3. Kratkoročni krediti za likvidnost

U razdoblju od 2006. do 2010. godine banke nisu imale potrebu za korištenjem kratkoročnim kreditom za likvidnost.

3.4.4. Unutardnevni kredit

U 2006. unutardnevni kredit koristio se 90 dana u prosječnom iznosu od 338,6 mil. kuna, a pojedinačni dnevni odobreni iznosi kretali su se od 63,0 mil. do 2,3 mlrd. kuna. U odnosu na 2005. kad se koristio 60 dana, u prosječnom iznosu od 401,1 mil. kuna. Tijekom 2007. godine unutardnevni kredit se koristio 99 dana u prosječnom iznosu od 0,6 mlrd. kn, u 2007. godini učestalost korištenja unutardnevnim kreditom se nije znatno promijenila. Tijekom 2008. unutardnevni kredit koristio se 93 dana u prosječnom iznosu od 0,5 mlrd. kuna, a pojedinačni dnevni odobreni iznosi kretali su se od 90,0 mil. kuna do 2,7 mlrd. kuna. Tijekom 2009. godine unutardnevni kredit koristio se 18 dana, u prosječnom iznosu od 250,4 mil. kn, a pojedinačni dnevni odobreni iznosi kredita kretali su se od 67,5 mil. kn, do 559,9 mil. kn. Tijekom cijele 2010. unutardnevni kredit se koristio samo šest dana, i to po jedan dan u ožujku, lipnju i studenome te tri dana u srpnju. Odobreni iznosi unutardnevnoga kredita kretali su se od 282,1 mil. kuna u lipnju do 1.057,0 mil. kuna u studenome, dok je prosječni iznos za dane korištenja u cijeloj 2010. godini iznosio 467,0 mil. kuna. Tijekom cijele 2011. unutardnevni kredit koristio se samo tri dana u listopadu u prosječnom iznosu od 183,3 mil. kuna. Tijekom cijele 2012. unutardnevnim se kreditom koristilo ukupno deset dana u srpnju i kolovozu, u prosječnom iznosu od 436,1 mil. kuna. Tijekom cijele 2013. unutardnevnim

kreditom koristilo se ukupno jedanaest dana u srpnju, kolovozu i studenome, u prosječnom iznosu od 491,1 mil. kuna. Tijekom cijele 2014. unutar dnevnih kredita koristio se ukupno petnaest dana, u prosječnom iznosu od 320,9 mil. kuna.

4. ZAKLJUČAK

Posljednja financijska kriza koja je zahvatila svjetsku ekonomiju pa tako i Hrvatsku predstavlja veliki izazov za monetarnu vlast u Republici Hrvatskoj. Takvo stanje je dovelo do otežanog refinanciranja dugova privatnog i državnog sektora.

Najveći uspjeh HNB-a još od Antiinflacijskog programa je postizanje i održavanje stabilnosti opće razine cijena. Niske stope inflacije postignute polovicom devedesetih ključni su čimbenik održanja makroekonomske stabilnosti u posljednjih deset godina.

Hrvatska narodna banka kao instrumente monetarne politike koristila je u promatranom razdoblju: operacije na otvorenom tržištu, stalno raspoložive mogućnosti, obveznu pričuvu te ostale instrumente. Instrumenti monetarne politike podložni su promjenama koje uvjetuju okolnosti na financijskim tržištima. Njihova efikasnost mijenja se tijekom vremena, odnosno to znači da ih središnja banka povremeno modificira.

U razdoblju od 2006. godine do danas HNB od operacija na otvorenom tržištu primjenjivala je: redovite operacije, operacije fine prilagodbe. Tijekom promatranog razdoblja najviša prekonoćna kamatna stopa ostvarena je u 2007. godini te se kretala se u rasponu od 0,92% do 14,59%. Najniža prekonoćna kamatna stopa ostvarena je u 2010. godini kada se kretala u rasponu od 0,39% do 2,86%. U razdoblju od 2011. godine do 2013. godine operacije na otvorenom tržištu se ne primjenjuju zbog visoke likvidnosti u domaćem bankarskom sustavu. Tijekom 2008. godine redovite operacije su bile glavni instrument kreiranja likvidnosti, primjenjivale su se do 2009. godine nakon toga više nisu bile u upotrebi zbog visoke likvidnosti bankarskog sustava. Tijekom 2008. godine banke su na aukcijama nudile različite kamatne stope i sudjelovale s više ponuda; na šest održanih aukcija ponude banke su u potpunosti odbijene. U sklopu operacija na otvorenom tržištu HNB je u lipnju 2006. godine provela prve operacije fine prilagodbe. Tijekom promatranog razdoblja najveća kreirana likvidnost ostvarena je u 2007. godini kada je iznosila 1,3 mlrd kuna. U 2008. godini kao prihvatljiv kolateral koristio se trezorski zapis MF-a u kunama. Nakon čega se više operacije fine prilagodbe nisu koristile. Strukturne operacije od 2006. godine do danas nisu bile korištene.

Idući instrument kojim se HNB koristila su stalno raspoložive mogućnosti u okviru kojeg koristi lombardne kredite te novčane depozite. Najviša kamatna stopa na korištenje lombardnog kredita iznosila je 9% te se koristila od 2008. godine do 2010. godine, dok je najniža kamatna stopa bila 5% i to u 2013. i 2014. godini. Tijekom 2010. do 2013. godine lombardni kredit nije korišten. Sljedeći instrument koji je koristila su novčani depoziti; banke su tijekom 2006. godine intenzivno koristile mogućnost prekonoćnog deponiranja. Najviši prosječni iznos korištenja ostvaren je u 2013. godini u iznosu od 6,5 mlrd a najniži je iznosio 3,9 mlrd kuna i ostvaren je u 2010. godini.

Zatim dolazimo do obveznih pričuva, u promatranom razdoblju stope obvezne pričuve su se mijenjale. Najviša primjenjivana stopa obvezne pričuve u Hrvatskoj je iznosila 17% dok je najniža primjenjivana stopa iznosila 12% te je bila primjenjivana u 2013. godini u prosincu. Središnja banka tijekom 2006. godine dodatno pooštravala postojeće te uvodila nove instrumente za usporavanje i zaustavljanje rasta inozemnog duga te je tako uvela mjeru za ograničavanje rasta inozemnog zaduživanja. U veljači 2009. HNB je donijela Odluku o prestanku važenja Odluke i posebnoj obveznoj pričuvi na obveze po izdanim vrijednosnim papirima. Upis obveznih blagajničkih zapisa je uveden kako bi se ograničio rast plasmana banaka, koji neizravno pridonosi smanjenju rasta inozemnog duga banaka i stabilizaciji manjka na tekućem računu platne bilance. U studenom 2009. godine HNB je donio Odluku o prestanku važenja Odluke o upisi obveznih blagajničkih zapisa HNB-a, kojom je ukinuta obveza banaka da upisuju obvezne blagajničke zapise za porast plasmana po stopi višoj od dopuštene.

Na kraju dolazimo do posljednje podjele instrumenata kojima se koristila središnja banka u promatranom razdoblju, to su ostali instrumenti u koje između ostalih spadaju blagajnički zapisi. Obvezni blagajnički zapisi upisani su 11. prosinca 2013. u iznosu od 3,9 mlrd. kuna, a na kraju godine iznosili su 3,6 mlrd. kuna. U razdoblju od 2006. godine do 2010. nisu se izvodili. Što se tiče unutardnevnih kredita oni su najviše korišteni u 2007. godini, odnosno ukupno 99 dana u prosječnom iznosu 0,6 mlrd kuna. Najmanje su korišteni tijekom 2011. godine, samo tri dana.

Monetarna politika koju provodi HNB najviše se očitovala u segmentu reguliranja tečaja i obveznih rezervi te kontroli inflacije. Ona je vodila računa prvenstveno o stabilnosti cijena i financijskoj stabilnosti ali i stabilnosti tečaja koje se u RH vezuje uz financijsku stabilnost.

Monetarna politika imala je svoj dio odgovornosti u razini cijena koja je veća nego u usporedivim zemljama čime se smanjuje konkurentnost našeg gospodarstva. Unutar prioriteta HNB-a svakako je bio gospodarski rast odnosno HNB poticala je rast vodeći protucikličku monetarnu politiku u postojećoj gospodarskoj situaciji i kreirala dodatnu likvidnost, te smanjivala bankama troškove davanja kredita i na taj način poticala rast. Ono na što bi monetarna vlast trebala obratiti više pozornosti je značajniji angažman oko smanjivanja kamatnih stopa što bi pridonijelo oporavku gospodarstva. Veliki utjecaj na provođenje monetarne ali, i od nje neodvojive fiskalne politike, ima ulazak RH u Europsku Uniju, čime je 'uzet' dio fiskalne i monetarne neovisnosti te je potrebno prilagoditi se tim okvirima.

5. LITERATURA

a) Knjige

1. Lovrinović I., Ivanov M.: Monetarna politika, RRIF, Zagreb, 2009.
2. Mishkin F.S., Eakins S.G.: „Financijska tržišta“, Mate, Zagreb, 2005.
3. Nikolić N., Pečarić M.: Osnove monetarne ekonomije, Protuđer, Split, 2007. god
4. Perišin I., Šokman A., Lovrinović I.: „Monetarna politika“, FET, Pula 2001.

b) Web izvori:

- 1) Financijska agencija – FINA: www.fina.hr
- 2) Hrvatska narodna banka –HNB: www.hnb.hr